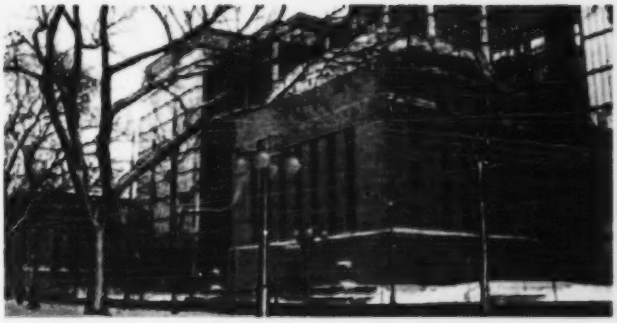
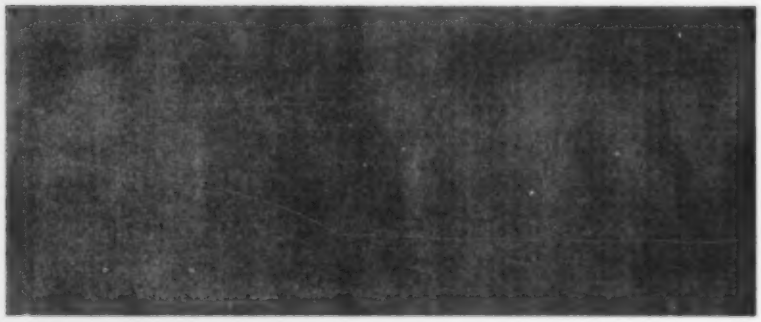
BANK OF CANADA | CELEBRATING 75 YEARS
BANQUE DU CANADA | CÉLÉBRONS 75 ANS

# Monetary Policy Report

January 2010





www.bankofcanada.ca

# CANADA'S INFLATION-CONTROL STRATEGY*

### Inflation control and the economy

- Inflation control is not an end in itself; it is the means whereby monetary policy contributes to solid economic performance.
- Low, stable, and predictable inflation allows the economy to function more effectively. This contributes to better economic growth over time and works to moderate cyclical fluctuations in output and employment.

### The monetary policy instrument

- Announcements regarding the Bank's policy instrument—the target overnight interest rate—take place, under normal circumstances, on eight pre-specified dates during the year.
- In setting a target for the overnight rate, the Bank of Canada influences short-term interest rates to achieve a rate of monetary expansion consistent with the inflation-control target. The transmission mechanism is complex and involves long and variable lags—the impact on inflation from changes in policy rates is usually spread over six to eight quarters.

### The targets

- In February 1991, the federal government and the Bank of Canada jointly agreed on a series of targets for reducing total CPI inflation to the midpoint of a range of 1 to 3 per cent by the end of 1995. The inflation target has been extended a number of times. In November 2006, the agreement was renewed for a period of five years to the end of 2011. Under this agreement, the Bank will continue to conduct monetary policy aimed at keeping total CPI inflation at 2 per cent, with a control range of 1 to 3 per cent around the target.

### Monitoring inflation

- In the short run, a good deal of movement in the CPI is caused by transitory fluctuations in the prices of such volatile components as fruit and gasoline, as well as by changes in indirect taxes. For this reason, the Bank uses a core measure of CPI inflation as an indicator of the underlying trend in inflation. This core measure excludes eight of the most volatile components of the CPI and adjusts the remaining components to remove the effect of changes in indirect taxes.

---

* See "Joint Statement of the Government of Canada and the Bank of Canada on the Renewal of the Inflation-Control Target" and background information. Reprinted in the *Bank of Canada Review* (Winter 2006–2007): 45–59.

Bank of Canada
234 Wellington Street
Ottawa, Ontario K1A 0G9

ISSN 1201-8783 (Print)
ISSN 1490-1234 (Online)
Printed in Canada on recycled paper

BANK OF CANADA | CELEBRATING 75 YEARS
BANQUE DU CANADA | CÉLÉBRONS 75 ANS

# Monetary Policy Report

January 2010

THIS IS A REPORT OF THE GOVERNING COUNCIL OF THE BANK OF CANADA:
MARK CARNEY, PAUL JENKINS, PIERRE DUGUAY, DAVID LONGWORTH,
JOHN MURRAY, AND TIMOTHY LANE.

Today, the outlook has improved . . . . While the Canadian economy will likely grow faster than the other G-7 countries [in 2010], the Bank expects our recovery to be more protracted and more reliant on domestic demand than usual.

Mark Carney

*Governor, Bank of Canada*
*16 December 2009*
*Toronto, Ontario*

# Contents


1 **Overview**

3 **The Global Economy**

3 Recent Developments

5 Developments in Global Financial Markets

6 Outlook for the Global Economy

11 **The Canadian Economy**

11 Recent Developments

11 Aggregate Demand and Supply

14 Estimated Pressures on Capacity

15 Inflation and the 2 Per Cent Target

16 Canadian Financial Conditions

19 Exchange Rate

20 Policy Response

20 Outlook for the Canadian Economy

20 Aggregate Demand and Supply

21 The Projection for Inflation

25 **Risks to the Outlook**

**Technical Boxes**

8 Reducing Global Imbalances

12 How Severe Was Canada's Downturn? A Global Comparison

# Overview

The global economic recovery is under way, supported by continued improvements in financial conditions and stronger domestic demand growth in many emerging-market economies. While the outlook for global growth through 2010 and 2011 is somewhat stronger than the Bank had projected in its October *Monetary Policy Report*, the recovery continues to depend on exceptional monetary and fiscal stimulus, as well as extraordinary measures taken to support financial systems.

Economic growth in Canada resumed in the third quarter of 2009 and is expected to have picked up further in the fourth quarter. Total CPI inflation turned positive in the fourth quarter and the core rate of inflation has been slightly higher than expected in recent months. Nevertheless, considerable excess supply remains, and the Bank judges that the economy was operating about 3 1/4 per cent below its production capacity in the fourth quarter of 2009.

Canada's economic recovery is expected to evolve largely as anticipated in the October *Report*, with the economy returning to full capacity and inflation to the 2 per cent target in the third quarter of 2011. The Bank projects that the economy will grow by 2.9 per cent in 2010 and 3.5 per cent in 2011, after contracting by 2.5 per cent in 2009.

The factors shaping the recovery are largely unchanged—policy support, increased confidence, improving financial conditions, global growth, and higher terms of trade. At the same time, the persistent strength of the Canadian dollar and the low absolute level of U.S. demand continue to act as significant drags on economic activity in Canada. On balance, these factors have shifted the composition of aggregate demand towards growth in domestic demand and away from net exports. The private sector should become the sole driver of domestic demand growth in 2011.

The main risks to the outlook for inflation are those identified in the October *Monetary Policy Report*. Risks remain elevated, although they have continued to diminish gradually with the consolidation of the recovery in the global and Canadian economies.

The main upside risks to inflation are associated with the possibility of a stronger-than-anticipated global recovery. It is possible that the recovery in global demand could be more vigorous than projected, resulting in stronger external demand for Canadian exports. A related risk is that Canadian domestic demand could be more robust than projected.

*This report includes information received up to the fixed announcement date on 19 January 2010.*

On the downside, there is the risk that persistent strength of the Canadian dollar could act as a significant further drag on growth and put additional downward pressure on inflation. Another important downside risk is that the global recovery could be even more protracted than projected.

While the Bank judges that these underlying macroeconomic risks are roughly balanced, the overall risks to the inflation projection are tilted slightly to the downside as a result of monetary policy operating at the effective lower bound.

Over the medium term, global macroeconomic imbalances continue to pose significant risks to the outlook.

On 8 December 2009 and 19 January 2010, the Bank reaffirmed its conditional commitment to maintain its target for the overnight rate at its current level of 1/4 per cent until the end of the second quarter of 2010 in order to achieve the inflation target. In its conduct of monetary policy at low interest rates, the Bank retains considerable flexibility, consistent with the framework outlined in the April 2009 *Monetary Policy Report*.

# The Global Economy

## Recent Developments

*Global economic and financial developments have been slightly more favourable than projected in October.*

The global economic recovery is under way, supported by continued improvements in financial conditions and stronger domestic demand growth in many emerging-market economies. Global economic and financial developments have been slightly more favourable than projected in the October *Monetary Policy Report*, and the outlook for global economic growth through 2010 and 2011 is somewhat stronger. Nonetheless, the recovery is still expected to be more subdued than usual. Growth is heavily dependent on the exceptional monetary and fiscal policy stimulus provided worldwide, as well as the extraordinary measures taken to support financial systems in many advanced countries.

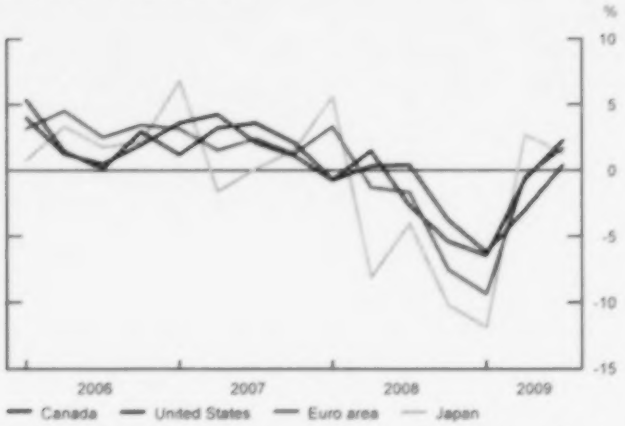
*The recovery has now extended to most of the advanced economies.*

The turnaround in global economic activity, which began in the second quarter of 2009, continues to strengthen, in line with the growth projections in the October *Report*. Economic activity in emerging-market countries—most notably China—is growing at a rapid pace, and the recovery has now extended to most of the advanced economies, with positive output growth recorded in both North America and the Euro area in the third quarter **(Chart 1)**. While unemployment rates remain high in most major advanced countries, there are signs that the pace of deterioration in labour market conditions has started to ease. Purchasing manager indexes have been rising in all major regions and are now at levels that are consistent with economic expansion. Large output gaps and the absence of wage pressure have kept underlying inflation in the major economies subdued. Headline inflation rates have nonetheless rebounded, since sharp declines in energy prices from 2008 are no longer holding down measured inflation **(Chart 2)**.

Monetary authorities in advanced economies continue to provide strong support for the recovery, and this has resulted in progressive improvements in financial conditions. In addition, government initiatives to arrest the economic decline and prime the recovery appear to have been better targeted and more effective than anticipated. A number of sectors, most notably automotive and housing, have benefited from these programs.

The U.S. economy began to recover in the third quarter of 2009, registering growth of 2.2 per cent. Larger-than-expected improvements in financial wealth have supported consumption, and stronger growth in the rest of the world, primarily in emerging Asia, helped to boost exports. The Bank estimates that U.S. growth in the fourth quarter rose to 4.6 per cent, driven principally by an important contribution from inventories, continued robust growth in exports, and steady increases in residential construction. Motor-vehicle production is also estimated to have risen more quickly than previously anticipated.

**Chart 1: The major advanced economies are now growing**
Quarterly growth at annual rates




Sources: Statistics Canada, U.S. Bureau of Economic Analysis, Eurostat, and Japan Statistics Bureau

**Chart 2: Headline inflation is rising in most advanced economies**
Year-over-year percentage change, monthly data

Sources: Statistics Canada, U.S. Bureau of Economic Analysis, Eurostat, and Japan Statistics Bureau

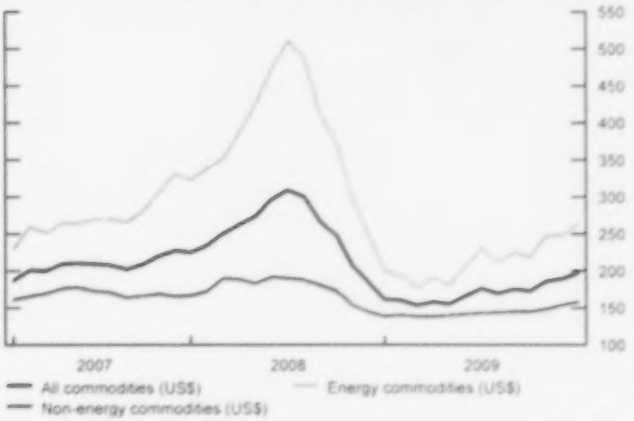
While GDP growth in the Euro area, at 1.7 per cent, came in slightly weaker than expected in the third quarter, indicators suggest that the recovery is becoming more firmly entrenched. The three largest economies—Germany, France, and Italy—all reported an upturn in industrial production for the first time since the first quarter of 2008. While the recovery is still tentative in Japan, business confidence and corporate profits, supported by strong export demand, have improved recently.

*Economic activity in emerging-market countries—most notably China—is growing at a rapid pace.*

China's third-quarter GDP release reported year-over-year growth of 8.9 per cent, underpinned by strong sales of durable goods, increased investment in housing, and rising exports, as the effects of the large fiscal stimulus and accommodative monetary and credit policies continue to be felt. Emerging concerns about possible overheating in China have prompted authorities to tighten credit conditions slightly to mitigate inflationary pressures.

The Bank's index of commodity prices rose moderately from its level at the time of the October *Report*, as natural gas prices firmed and non-energy commodity prices rose in response to greater-than-expected demand from emerging Asia **(Chart 3)**.

**Chart 3: Commodity prices have risen since the October *Report***
Bank of Canada commodity price index (1982–90 = 100), monthly data




Source: Bank of Canada

## Developments in Global Financial Markets

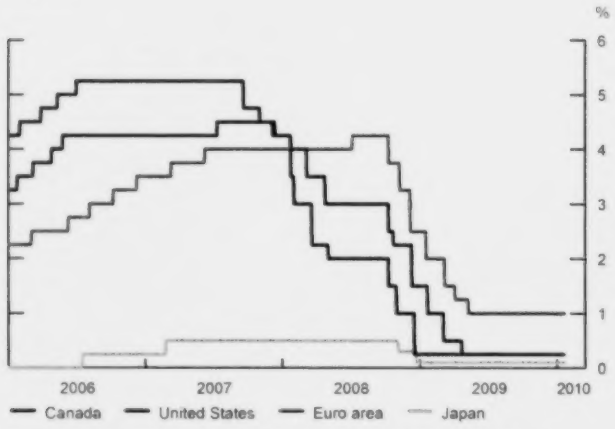
Financial conditions in advanced economies have improved and are contributing to the emerging global recovery. Equity markets have recovered substantially over the past three quarters, and firms have enjoyed greater access to capital markets, with global corporate bond issuance reaching record levels. Borrowing costs also remain low as credit spreads continue to decline. Bank profits and capitalization have generally strengthened worldwide. Underpinning all of these improvements are the historically low official interest rates maintained by all major countries **(Chart 4)**.

*Financial conditions in advanced economies have improved and are contributing to the emerging global recovery.*

Mortgage rates remain close to record lows in the United States, aided by targeted central bank purchases. Improvements in the non-conforming mortgage market have been more modest, however, and securitized markets remain impaired, with public sector measures continuing to provide important support. Despite the narrowing in spreads and generally low interest rates observed in many countries, lending to households and businesses, especially small and medium-sized enterprises, remains restricted, reflecting the effect of past and prospective loan losses on banks' capital, as well as uncertainty about the impact of regulatory reforms on required bank capital and liquidity.

Yields on long-term government bonds have risen since the last *Report*, reflecting a more positive economic outlook. Indeed, some countries have started to raise interest rates and withdraw unconventional measures in anticipation of stronger growth and emerging price pressures. Recent events have also focused market attention on the potential sovereign credit risk associated with mounting debt levels in a number of countries.

**Chart 4: Policy rates have remained at historic lows in most countries**
Daily data




Sources: Bank of Canada, U.S. Federal Reserve, European Central Bank, and Bank of Japan

## Outlook for the Global Economy

*Recent indicators point to a more favourable outlook for global economic growth in 2010 than previously anticipated.*

Recent indicators point to a more favourable outlook for global economic growth in 2010 than previously anticipated **(Table 1)**. The Bank now expects the world economy to grow at a rate of 3.7 per cent in 2010 and 4.1 per cent in 2011. While sustained, the projected recovery is relatively gradual, considering the depth of the recession. The revisions to the outlook for 2010 reflect further improvements in global financial conditions, stronger growth in emerging Asia, and additional fiscal programs to support domestic demand in advanced economies. The growth of private sector demand in advanced countries is nevertheless expected to remain relatively weak, as households repair their balance sheets, businesses restructure, temporary fiscal incentives come to an end, and financial intermediaries continue to pursue conservative lending strategies in an effort to rebuild capital.

*U.S. economic growth in 2010 and 2011 is projected to be slightly higher than expected in October.*

In the United States, growth in 2010 and 2011 is projected to be slightly higher than previously expected, owing to stronger-than-expected growth in consumption and exports, as well as additional fiscal measures. Nonetheless, the recovery of domestic demand in 2010 is still expected to be relatively

**Table 1: Projection for global economic growth**

| | Share of real global GDP[a] (per cent) | Projected growth (per cent)[b] | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| | | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
| United States | 21 | 0.4 *(0.4)* | -2.5 *(-2.5)* | 2.5 *(1.8)* | 3.9 *(3.8)* |
| Euro area | 16 | 0.5 *(0.5)* | -3.9 *(-3.9)* | 1.2 *(0.9)* | 2.1 *(2.4)* |
| Japan | 7 | -1.2 *(-0.7)* | -5.3 *(-5.7)* | 1.9 *(1.7)* | 2.0 *(2.5)* |
| China | 11 | 9.1 *(9.1)* | 8.3 *(8.1)* | 9.3 *(8.9)* | 9.2 *(8.9)* |
| Rest of the world | 45 | 4.0 *(3.9)* | -2.0 *(-2.1)* | 4.0 *(3.3)* | 4.0 *(3.7)* |
| **World** | **100** | **2.9 *(2.9)*** | **-1.5 *(-1.6)*** | **3.7 *(3.1)*** | **4.1 *(4.0)*** |

a. GDP shares are based on IMF estimates of the purchasing-power-parity (PPP) valuation of country GDPs for 2007.
Source: IMF, *WEO*, April 2009
b. Numbers in parentheses are projections used for the October 2009 *Monetary Policy Report*.
Source: Bank of Canada

weak, with much of the anticipated growth attributable to past and ongoing fiscal and monetary stimulus. Growth in consumer spending will be weaker than in past recoveries, since households still need to rebuild their wealth and may face limited access to credit. The household savings rate is expected to rise to over 6 per cent in the next two years (from a low of 1.2 per cent in the first quarter of 2008). The growth of business investment in commercial real estate will likely remain weak, owing to rising vacancies and falling property prices. Exports are expected to grow substantially, supported by a weaker U.S. dollar and a faster-than-anticipated recovery in overseas economies. Higher productivity growth and lower unit labour costs have also made U.S. goods more competitive. Net exports are not expected to make a positive contribution to GDP growth until the second half of 2010, however, because imports will also rebound sharply as domestic demand recovers.

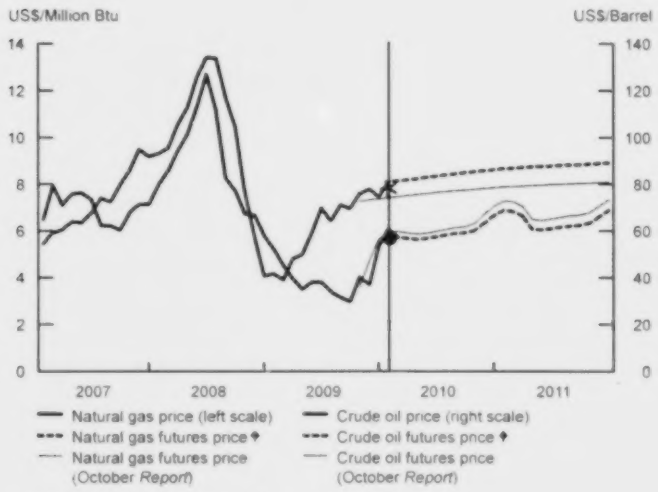
Economic growth in the Euro area is projected to be somewhat stronger in 2010 than previously expected, supported by increased export growth and a modest improvement in the outlook for labour markets. Consumer confidence has also improved, and proposed tax cuts in Germany could provide some additional support in the near term. However, concerns about future fiscal tightening in the Euro area and possible limitations on the availability of bank credit could dampen growth in subsequent periods. Growth in Japan is being sustained by expansionary monetary and fiscal policies and by strong Asian demand for Japanese products, but is expected to remain modest through 2010–11, given high unemployment and weak wage growth. In addition, business investment is likely to be constrained by high excess capacity.

The Chinese economy is expected to grow by more than 9 per cent in each of the next two years, with an expanding share of private investment and consumption, and less reliance on government subsidies, public investment, and exports. As a result, domestic demand should play a greater role in

*The Chinese economy is expected to grow by more than 9 per cent in each of the next two years.*

**Chart 5: Futures curves suggest rising prices for crude oil and natural gas**

Monthly data




• Spot price for crude oil (15 January 2010)
• Spot price for natural gas (15 January 2010)
♦ Based on an average of futures contracts over the two weeks ending 15 January 2010

Note: Values for crude oil and natural gas prices in January 2010 are estimates based on the average daily spot prices up to 15 January 2010.

Source: NYMEX

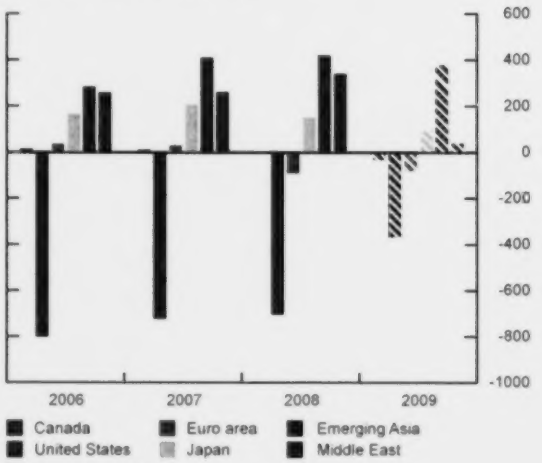
Technical Box 1

# Reducing Global Imbalances

Current account imbalances among major regions declined during the recent recession **(Charts 1-A** and **1-B)**. This development reflects a combination of temporary and more persistent factors. Cyclical factors include a sharper decline in U.S. domestic demand than that experienced by its major trading partners and the abrupt decline of oil prices. The U.S. current account deficit is likely to widen in the near term as the U.S. economy recovers and as energy prices increase. Over the medium term, it is expected that the U.S. current account will gradually move to a sustainable long-run position (around 2.5 per cent of GDP).[1] A major decline in the surpluses of emerging Asia and, to a lesser extent, in those of Europe and Japan, is the counterbalance to this improvement, while oil-exporting countries are expected to experience larger surpluses.

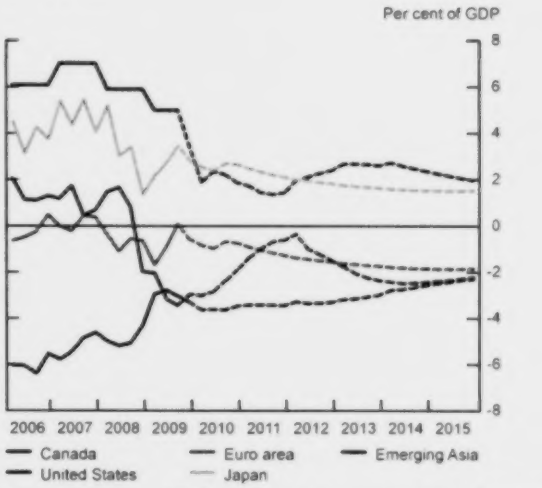
Improvement over the medium term is conditional on changes in behaviour and policy adjustments on several fronts. These include: a sustained fiscal consolidation in the United States and several other advanced countries; an upward adjustment of U.S. household savings consistent with the Bank's base-case projection; increased policy-induced domestic demand in China and other major emerging-market economies; and a real exchange rate appreciation in surplus countries. Should these conditions fail to materialize, a return to the large imbalances of the past cannot be discounted.

**Chart 1-A: Current account balance**
Annual data, billions of U.S. dollars




Note: Figures for 2009 are estimates.
Source: International Monetary Fund, *World Economic Outlook*, October 2009

**Chart 1-B: Current account balance projections**
Quarterly data




Note: Historical data up to 2009Q3; dashed lines indicate projections based on BoC-GEM-FIN.
Source: Bank of Canada estimates

1 The Bank of Canada's global economy model (BoC-GEM-FIN) was used to construct this scenario. Beaton, de Resende, Lalonde, and Snudden will provide more detail in a forthcoming Bank of Canada Discussion Paper.

China's growth than in the past, helping to reduce global imbalances. Many emerging-market economies will benefit from China's sustained growth and rising demand for commodities, further supporting the global recovery.

*Commodity prices are expected to increase as the global recovery takes hold.*

After declining by over 30 per cent in 2009, on a year-over-year basis, commodity prices are expected to increase over the next two years as the global recovery takes hold. Based on futures markets, oil prices are assumed to rise to around US$88 per barrel in 2011 **(Chart 5)**. The Bank projects non-energy commodity prices to increase by about 10 per cent in both 2010 and 2011.

The Bank expects that growth in the global economy will accelerate over the next two years, but that the pace of the recovery in advanced countries will be moderate. It will take time to repair household and bank balance sheets, and for financial conditions to return to normal. In the near term, growth in real output will depend to a significant degree on past and ongoing fiscal and monetary stimulus. Although global current account imbalances narrowed during the recession, some reversal can be expected as economies recover and commodity prices strengthen. Further corrective policy action will be required over the medium term to put global growth on a strong, yet sustainable and balanced, path **(Technical Box 1)**.

# The Canadian Economy

The Canadian economic recovery is expected to evolve largely as anticipated in the October *Report*, with the economy returning to full capacity in the third quarter of 2011. While core inflation has remained slightly higher than projected in recent months, total inflation has rebounded as expected. The stickiness of core inflation since the beginning of the year is likely related to the resilience in wage growth. With wage growth expected to stay at the more moderate levels seen recently, and with excess supply being gradually absorbed, both core and total CPI inflation are expected to return to 2 per cent in the third quarter of 2011.

*The Canadian economic recovery is expected to evolve largely as anticipated in the October* Report.

## Recent Developments

### Aggregate Demand and Supply

Although real GDP in Canada contracted for three consecutive quarters, the magnitude of the downturn was more modest than in other major advanced economies. In particular, domestic demand held up much better in Canada than elsewhere, reflecting the soundness of Canada's banking system, relatively healthy household and corporate balance sheets, and the speed and scale of monetary policy actions. Nevertheless, the Canadian economy experienced a severe recession, owing largely to the downturn in sectors of the U.S. economy that are particularly important for Canadian exports, such as the automotive and housing sectors **(Technical Box 2)**.

Economic growth resumed in the third quarter of 2009, with real GDP increasing by a meagre 0.4 per cent (at annual rates), less than had been anticipated in the October projection. A sharp pickup in domestic demand and a rebound in exports were mainly offset by a surprisingly large surge in imports. Real gross domestic income increased significantly, however, reflecting an improvement in Canada's terms of trade **(Chart 6)**.

*Economic growth resumed in the third quarter of 2009, with real GDP increasing by a meagre 0.4 per cent.*

Third-quarter growth in final domestic demand was broad based and stronger than expected. The contribution of government expenditures to growth increased further, and household spending continued to recover. An unexpected surge in investment in machinery and equipment also contributed to the pickup in domestic demand. Overall, sales rebounded sharply, and firms continued to draw down inventories, resulting in a decline in the stock-to-sales ratio. Net exports exerted a substantial and larger-than-expected drag on growth. The 36 per cent increase (at annual rates) in imports was unusually large, even after accounting for the surge in investment and the appreciation of the Canadian dollar.

Technical Box 2

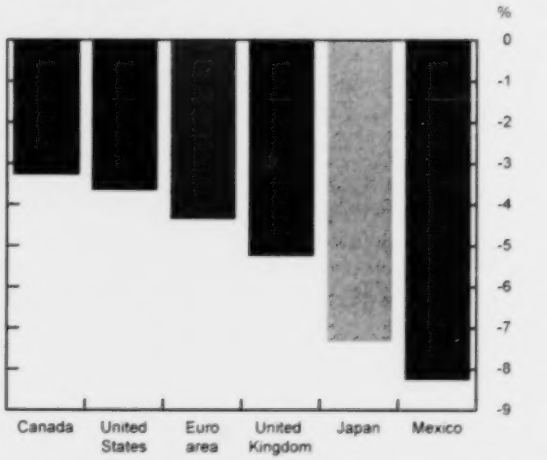
# How Severe Was Canada's Downturn? A Global Comparison

The global economy is pulling out of the deepest and most synchronous economic downturn since the 1930s. Canada has suffered less than many other countries, partly because of its sound banking system and relatively strong household and corporate balance sheets, and also because of the speed and scale of monetary policy actions.

When Canada's experience is compared with that of other major economies, it is apparent that, with a cumulative drop of 3.3 per cent **(Chart 2-A)**, Canada's real GDP declined less than in most countries.

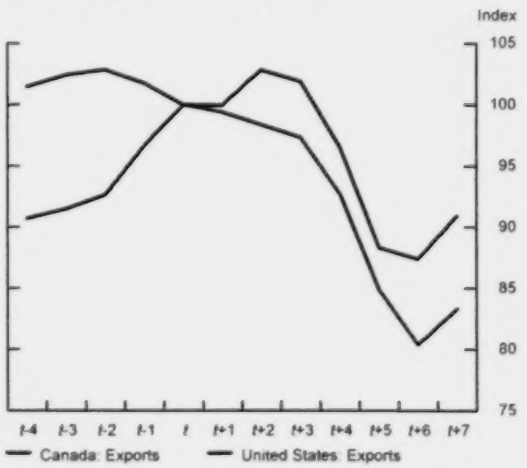
However, the decline in Canadian output was only slightly less than that in the United States, its major trading partner. Canadian exports suffered disproportionately from the weakness in the U.S. economy. The Bank's trade-weighted measure of U.S. activity fell by 22 per cent, driven mainly by the automotive and housing sectors, while U.S. GDP declined by only 3.7 per cent.[1] Canadian exports fell by nearly 20 per cent, compared with 12 per cent for the United States **(Chart 2-B)**. Canada's relatively solid economic performance, in spite of this trade shock, reflects the resilience of Canadian household demand. Consumer spending barely declined in Canada, while U.S. private consumption dropped by 1.9 per cent **(Chart 2-C)**. Similarly, the fall in total gross fixed-capital formation in the United States was roughly twice the decline in Canada.[2]

**Chart 2-A: Percentage change in real GDP from 2007Q4 to trough[a]**



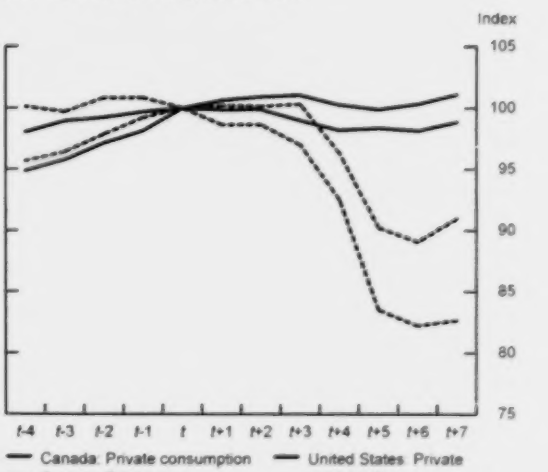

a. 2007Q4 corresponds to the start of the recession in the United States (based on NBER)
Sources: OECD and Bank of Canada calculations

**Chart 2-B: Components of real GDP**
Canada–U.S. comparison (2007Q4 = 100)




Note: $t$ = 2007Q4, the start of the recession in the United States (based on NBER)
Sources: OECD and Bank of Canada calculations

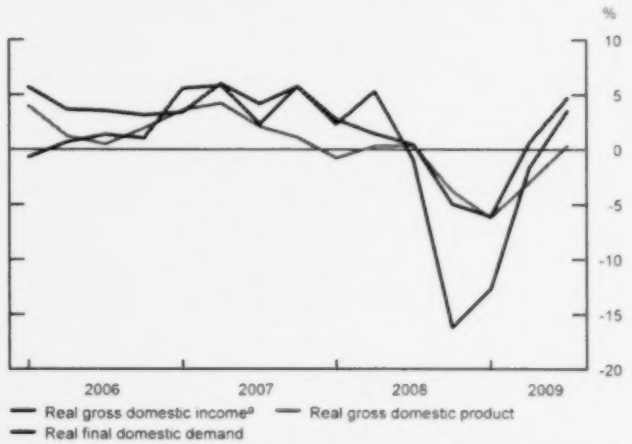
**Chart 2-C: Components of real GDP**
Canada–U.S. comparison (2007Q4 = 100)




Note: $t$ = 2007Q4, the start of the recession in the United States (based on NBER)
Sources: OECD and Bank of Canada calculations

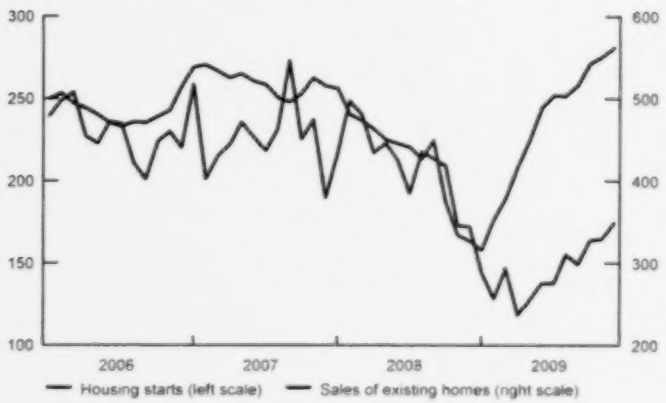
1 For more details on the U.S. activity index used by the Bank, see Technical Box 2 in the July 2009 *Report*.
2 Total gross fixed-capital formation includes residential, business (machinery and equipment, building, and engineering), and government investment.

**Chart 6: Canadian final domestic demand and real gross domestic income increased sharply in the third quarter of 2009**
Quarterly growth at annual rates




a. Real gross domestic income is current-dollar gross domestic product deflated by the price index for final domestic demand.
Source: Statistics Canada

**Chart 7: Sales of existing homes have surged**
Thousands of units, annualized monthly data




Sources: Canada Mortgage and Housing Corporation and Multiple Listing Service

The pace of economic growth in Canada is expected to have accelerated to 3.3 per cent in the final quarter of 2009, with final domestic demand and exports continuing to grow rapidly and import growth moderating.[1] Both household and government spending are projected to contribute to the ongoing strength in final domestic demand, while business investment is expected to have undergone a temporary correction. Recent indicators suggest that residential investment posted another large increase, driven by buoyant activity in the resale market **(Chart 7)**. Prices for resale housing have increased markedly with the rebound in consumer confidence and as

*The pace of economic growth in Canada is expected to have accelerated to 3.3 per cent in the final quarter of 2009.*

1 The Bank's projection for the fourth quarter does not take into account any possible impact from absenteeism due to the H1N1 influenza.

record-low mortgage rates have increased affordability. Housing starts also picked up towards a level consistent with demographic requirements.

*The Bank expects potential output growth to trough at 1.2 per cent in 2009, and then to pick up to 1.5 per cent in 2010 and 1.9 per cent in 2011.*

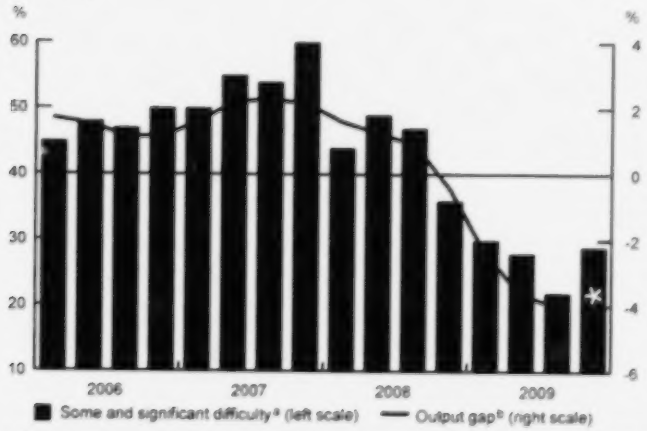
In the October *Report*, the Bank revisited its assumptions for both trend labour productivity and trend labour input, and concluded that the profile for the growth of potential output assumed in the April *Report* remained appropriate.[2] The Bank expects potential output growth to trough at 1.2 per cent in 2009, and then to pick up to 1.5 per cent in 2010 and 1.9 per cent in 2011.

## Estimated Pressures on Capacity

Owing to weaker-than-expected GDP growth, the amount of excess supply in the Canadian economy in the third quarter was larger than assumed in the October *Report*. Excess supply is expected to have started to contract in the fourth quarter, in line with the expansion in economic activity. The Bank's conventional measure of the output gap suggests that the economy was operating 3.7 per cent below its production potential in the fourth quarter of 2009 **(Chart 8)**. When assessing excess capacity, the Bank considers its conventional measure in conjunction with several other indicators, since there is considerable uncertainty surrounding estimates of potential output, particularly when the economy is coming out of a deep recession. In the Bank's winter *Business Outlook Survey* (http://www.bankofcanada.ca/en/bos/2010/winter/bos0110e.pdf), the percentage of firms reporting that they would have difficulty meeting an unanticipated increase in demand increased slightly, albeit from a very low level.

Recent indicators suggest that Canada's labour market has stopped deteriorating, consistent with the resumption of GDP growth. Both employment levels and average hours worked appear to have bottomed out in the summer **(Chart 9)**, and the unemployment rate has been hovering around 8.5 per cent. Ongoing weakness in the labour market is nevertheless evident in the Bank's

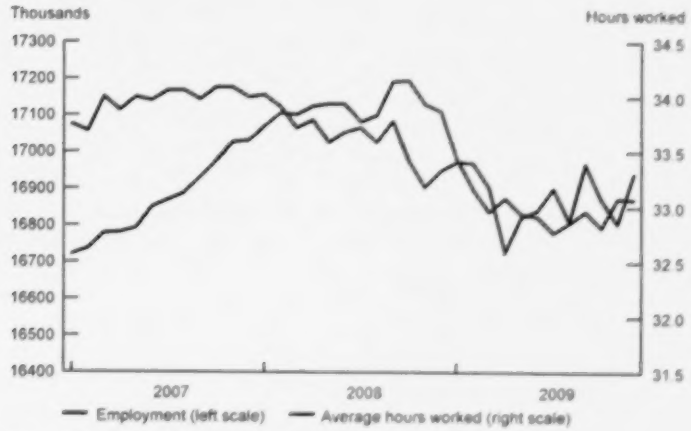
**Chart 8: There is substantial excess supply in the Canadian economy**




a. Response to *Business Outlook Survey* question on capacity pressures. Percentage of firms indicating that they would have either some or significant difficulty meeting an unanticipated increase in demand/sales.
b. Difference between actual output and estimated potential output. The estimate for the fourth quarter of 2009 (indicated by *) is based on a projected increase in output of 3.3 per cent (at annual rates) for the quarter.
Source: Bank of Canada

2 For more details on the Bank's assumptions regarding potential output, see Technical Box 3 in the October *Report*.

**Chart 9: The labour market appears to have stopped deteriorating**
Monthly data




Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations

winter *Business Outlook Survey*, in which the percentage of firms reporting labour shortages declined further, reaching its lowest level since the series began in 1998.

After reviewing all the indicators of capacity pressures and taking into account the weakness in potential output associated with the ongoing restructuring in the Canadian economy, the Bank judges that the economy was operating about 3 1/4 per cent below its production capacity in the fourth quarter of 2009.

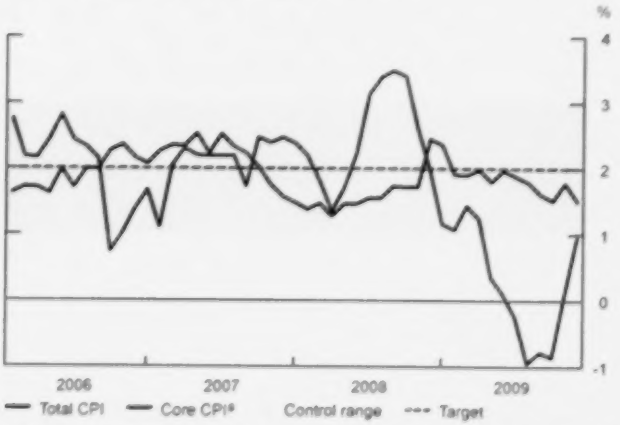
*The Bank judges that the economy was operating about 3 1/4 per cent below its production capacity in the fourth quarter of 2009.*

## Inflation and the 2 Per Cent Target

Total CPI inflation turned positive in the fourth quarter of 2009, as had been anticipated in the October *Report*, as a result of year-over-year increases in energy prices. The 12-month rate of change in the total CPI bounced back to 1.0 per cent in November (from the -0.9 per cent trough reached during the summer) **(Chart 10)**, and is expected to have picked up further in December.

*Total CPI inflation turned positive in the fourth quarter, as anticipated.*

**Chart 10: Total and core CPI inflation remain below 2 per cent**
Year-over-year percentage change, monthly data




a. CPI excluding eight of the most volatile components and the effect of changes in indirect taxes on the remaining components

Source: Statistics Canada

*The core rate of inflation has been slightly stronger than expected in recent months.*

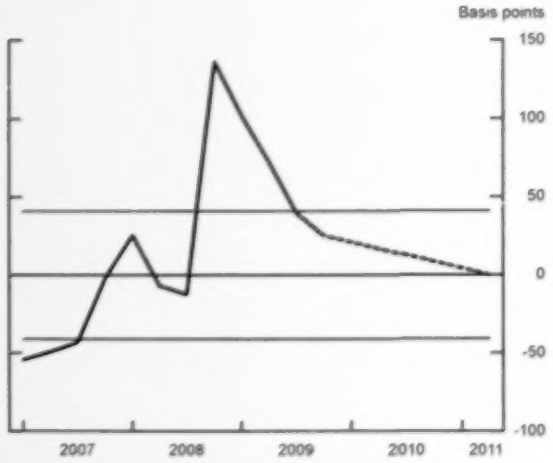
The core rate of inflation was 1.5 per cent in November and has been slightly stronger than expected in recent months, partly owing to larger-than-anticipated increases in property taxes and in some regulated prices. In spite of the large amount of excess supply in the economy, core inflation has remained quite close to 2 per cent since the beginning of the year. This stickiness of core inflation is likely related to the fact that wage growth had remained high relative to the underlying trend in productivity. With wage growth decelerating in recent months, the gap between the two has begun to narrow.

Reflecting the anticipated effects of year-over-year increases in energy prices on CPI inflation, measures of near-term inflation expectations have risen closer to the 2 per cent target in recent months. The latest Consensus Economics forecast for total CPI inflation is 1.7 per cent for 2010. Expectations for average inflation over the next two years, as reported in the Bank's most recent *Business Outlook Survey*, continue to show inflation expectations concentrated within the Bank's inflation-control range. Market-based measures of inflation expectations are within historical range after adjusting for liquidity effects. Taking this and other information into account, the Bank judges that medium- and longer-term inflation expectations remain well anchored to the 2 per cent inflation target.

## Canadian Financial Conditions

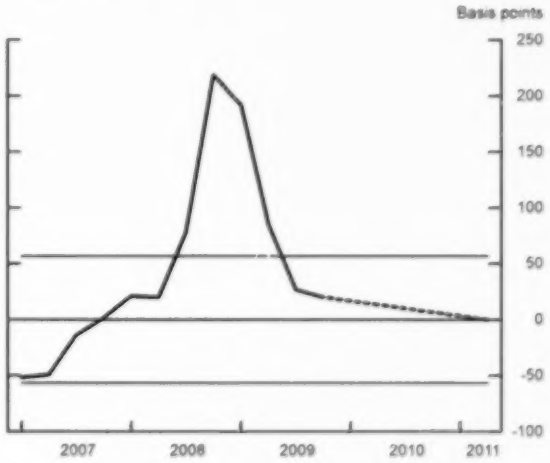
Following a period of marked improvement, overall financial and credit conditions in Canada have remained fairly stable since the October *Report*. Canada's overall financial conditions continue to be more favourable than in most other advanced economies, as has been the case since the onset of the global financial crisis. The vast improvement in the credit conditions

**Chart 11a: Household borrowing spreads have declined . . .**
Quarterly data




Note: The effective household borrowing spread is a weighted average of short- and long-term spreads, where spreads are constructed as the difference between the short- and long-term effective household borrowing rates and the relevant risk-free interest rate, respectively. For more information on the effective household interest rate, see <http://credit.bankofcanada.ca/financialconditions>.
Source: Bank of Canada calculations

**Chart 11b: . . . as have business borrowing spreads**
Quarterly data




Note: The effective business borrowing spread is a weighted average of short- and long-term spreads, where spreads are constructed as the difference between the short- and long-term effective business borrowing rates and the relevant risk-free interest rate, respectively. For more information on the effective business interest rate, see <http://credit.bankofcanada.ca/financialconditions>.
Source: Bank of Canada calculations

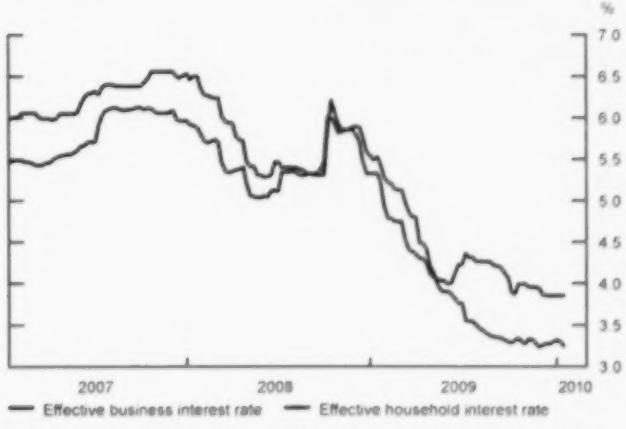
faced by Canadian borrowers over the past year is evident in the sharp declines in the spreads paid by households and businesses to secure funds **(Charts 11a** and **11b)**. These spreads are assumed to be back to longer-term historical averages by early 2011.

Since the October *Report*, funding costs for Canadian banks have remained fairly flat at very low levels. Borrowing costs for households also remain at very low levels by historical standards **(Chart 12)**, and household credit has continued to grow at a brisk pace **(Chart 13)**, pushing the debt-to-income ratio of Canadian households to a historic peak.[3] Although both mortgage

*Following a period of marked improvement, overall financial and credit conditions in Canada have remained fairly stable since the October* Report.

**Chart 12: Household and business borrowing costs remain at very low levels**

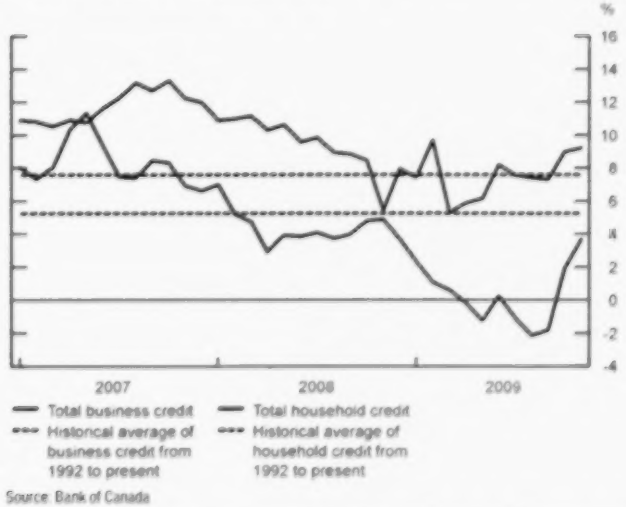
Weekly data




Note: For more information on these series, see <http://credit.bankofcanada.ca/financialconditions>.
Source: Bank of Canada calculations

**Chart 13: Household credit continues to grow at a brisk pace, and business credit has started to grow again**

3-month percentage change (at annual rates)




Source: Bank of Canada

3 As discussed in the December issue of the *Financial System Review*, the very high level of the household debt-to-income ratio increases the vulnerability of households to shocks.

**Table 2: Borrowing costs for households and businesses**

Per cent

| Date | Overnight rate | Prime rate | Estimated effective variable mortgage rate | Posted 5-year mortgage rate | 3-month bankers' acceptances rate | Long-term corporate bond rate |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 31 July 2007 | 4.50 | 6.25 | 5.35 | 7.24 | 4.75 | 5.42 |
| 18 October 2007 | 4.50 | 6.25 | 5.65 | 7.43 | 4.85 | 5.41 |
| 6 December 2007 | 4.25 | 6.00 | 5.40 | 7.37 | 4.70 | 5.36 |
| 24 January 2008 | 4.00 | 5.75 | 5.25 | 7.39 | 4.06 | 5.30 |
| 24 April 2008 | 3.00 | 4.75 | 4.15 | 6.99 | 3.23 | 5.32 |
| 17 July 2008 | 3.00 | 4.75 | 4.20 | 7.09 | 3.29 | 5.48 |
| 23 October 2008 | 2.25 | 4.00 | 5.00 | 7.20 | 2.68 | 5.99 |
| 11 December 2008 | 1.50 | 3.50 | 4.50 | 6.73 | 1.77 | 6.04 |
| 22 January 2009 | 1.00 | 3.00 | 3.80 | 5.90 | 1.06 | 5.90 |
| 5 March 2009 | 0.50 | 2.50 | 3.30 | 5.74 | 0.69 | 5.86 |
| 23 April 2009 | 0.25 | 2.25 | 3.00 | 5.25 | 0.46 | 5.32 |
| 8 June 2009 | 0.25 | 2.25 | 2.85 | 5.52 | 0.43 | 4.83 |
| 23 July 2009 | 0.25 | 2.25 | 2.65 | 5.85 | 0.44 | 4.54 |
| 14 September 2009 | 0.25 | 2.25 | 2.45 | 5.50 | 0.43 | 4.08 |
| 22 October 2009 | 0.25 | 2.25 | 2.25 | 5.80 | 0.43 | 4.06 |
| 10 December 2009 | 0.25 | 2.25 | 2.15 | 5.49 | 0.44 | 3.89 |
| 15 January 2010 | 0.25 | 2.25 | 2.05 | 5.49 | 0.44 | 3.80 |

Sources: Long-term corporate bond rate, Bloomberg; all other series, Bank of Canada

and consumer credit posted solid growth rates in recent months, consumer credit grew more quickly, driven mainly by draws on personal lines of credit (including home equity lines of credit).

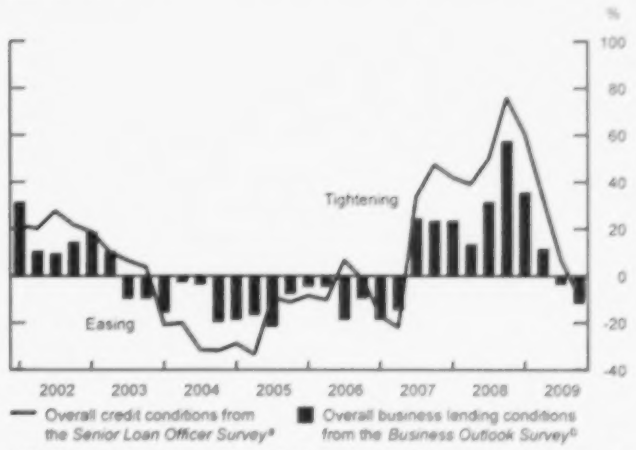
*Survey results suggest that credit conditions for businesses eased slightly in the fourth quarter.*

Borrowing costs for Canadian businesses have also remained very low **(Table 2)**. Taken together, results from the Bank's latest *Senior Loan Officer Survey* (http://www.bankofcanada.ca/en/slos/pdf/slos200904.pdf) and the *Business Outlook Survey* suggest that, following a period of substantial tightening, credit conditions for businesses eased slightly in the fourth quarter, for the first time since the global financial crisis began **(Chart 14)**. However, the improvement in credit conditions mainly affected large firms, as conditions continued to tighten for some small and medium-sized firms.

Business credit has started to grow again, led by an increase in market-based sources of credit **(Chart 13)**. Following a period of contraction that began in the second quarter, overall business credit grew by 3.7 per cent (at annual rates) in the three months to November. Bank-based business credit has continued to contract sharply since the October *Report*, reflecting both an improvement in the ability of firms to access capital markets for funding and the further tightening of credit conditions for some small business borrowers.

Narrow monetary aggregates have continued to grow briskly, reflecting the desire of both households and firms to keep money in liquid assets until it is clear that the recovery is taking hold. In the three months to November, the narrow aggregate M1+ grew at an annual rate of 15.5 per cent, whereas the broader aggregate M2++ grew at 6.6 per cent. The growth in narrow-money balances is expected to decline over time, as the economy improves.

**Chart 14: Survey results suggest that lending conditions for Canadian non-financial firms have started to improve**
Balance of opinion




a. Weighted percentage of surveyed financial institutions reporting tightened credit conditions minus the weighted percentage reporting eased credit conditions.
b. Percentage of firms reporting tightened minus percentage reporting eased credit conditions.
Source: Bank of Canada

**Chart 15: The Canadian dollar has averaged close to 96 cents U.S. since the October *Report***
Daily data

Note: A rise in the index indicates an appreciation of the Canadian dollar.
Source: Bank of Canada

## Exchange Rate

The Canadian dollar has traded in a range of about 92 to 98 cents U.S. since the October *Report*. Its average over this period was close to 96 cents U.S. **(Chart 15)**—the value assumed in the projection presented in the October *Monetary Policy Report*.

### Policy Response

Canadian monetary and fiscal policies continue to provide needed stimulus to the economy. On 8 December 2009 and 19 January 2010, the Bank of Canada maintained its target for the overnight interest rate at 1/4 per cent—the effective lower bound for this target rate—and reaffirmed its commitment, conditional on the inflation outlook, to hold the policy rate at that level until the end of the second quarter of 2010.

## Outlook for the Canadian Economy

The Bank's base-case projection incorporates the following key assumptions: a Canada/U.S. exchange rate averaging 96 cents U.S.; energy prices in line with recent futures prices; prices for non-energy commodities increasing progressively as the global economy recovers; and global credit conditions continuing to gradually improve.

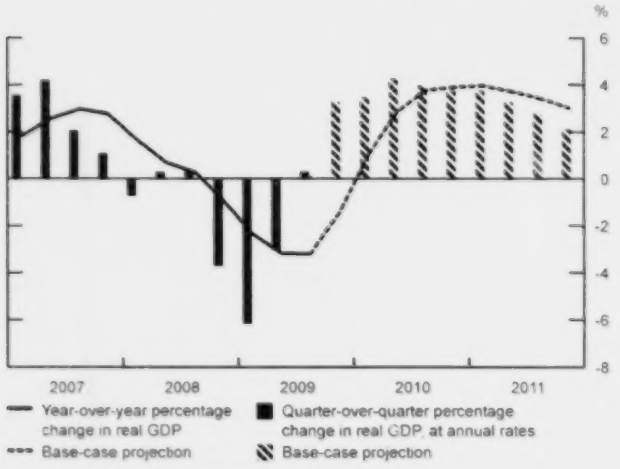
### Aggregate Demand and Supply

*The economy is projected to grow by 2.9 per cent in 2010 and 3.5 per cent in 2011, after having contracted by 2.5 per cent in 2009.*

The outlook for the Canadian economy is very similar to that presented in the October *Report*, with the economy projected to return to full capacity in the third quarter of 2011. Following weaker-than-expected real GDP growth in the third quarter of 2009, the Bank projects that, beginning around mid-year and continuing into early 2011, growth will be slightly stronger than expected in October **(Chart 16)**. This upward revision reflects a stronger global economy and the Bank's view that the import surge in the third quarter was partly the result of temporary factors. On an average annual basis, the economy is now projected to grow by 2.9 per cent in 2010 and 3.5 per cent in 2011, after having contracted by an estimated 2.5 per cent in 2009 **(Table 3)**.

Consumer spending is expected to grow at a solid pace throughout the projection horizon, supported by improved consumer confidence, higher wealth, monetary stimulus, and the recovery in the growth of labour income. The personal savings rate is expected to begin to moderate as households unwind some of the precautionary savings they built up during the recession.

**Chart 16: Real GDP growth is expected to accelerate in 2010**




Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations

**Table 3: Contributions to average annual real GDP growth**
Percentage points[a]

| | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|---|---|---|---|---|
| Consumption | 1.6 *(1.6)* | 0.1 *(0.0)* | 1.7 *(1.7)* | 1.8 *(1.9)* |
| Housing | -0.2 *(-0.2)* | -0.5 *(-0.5)* | 0.3 *(0.3)* | 0.0 *(0.1)* |
| Government | 1.1 *(1.1)* | 1.0 *(1.0)* | 1.3 *(1.3)* | -0.3 *(-0.3)* |
| Business fixed investment | 0.0 *(0.0)* | -1.9 *(-1.9)* | 0.1 *(0.1)* | 0.8 *(0.9)* |
| *Subtotal: Final domestic demand* | 2.5 *(2.5)* | -1.3 *(-1.4)* | 3.4 *(3.4)* | 2.3 *(2.6)* |
| Exports | -1.6 *(-1.6)* | -4.4 *(-4.4)* | 1.9 *(1.9)* | 2.1 *(1.9)* |
| Imports | -0.2 *(-0.2)* | 4.4 *(4.6)* | -3.1 *(-2.9)* | -1.8 *(-2.0)* |
| *Subtotal: Net exports* | -1.8 *(-1.8)* | 0.0 *(0.2)* | -1.2 *(-1.0)* | 0.3 *(-0.1)* |
| Inventories | -0.3 *(-0.3)* | -1.2 *(-1.2)* | 0.7 *(0.6)* | 0.9 *(0.8)* |
| GDP | **0.4** *(0.4)* | **-2.5** *(-2.4)* | **2.9** *(3.0)* | **3.5** *(3.3)* |
| Memo items: | | | | |
| Potential output | 1.7 *(1.7)* | 1.2 *(1.2)* | 1.5 *(1.5)* | 1.9 *(1.9)* |
| Real gross domestic income (GDI) | 2.0 *(2.0)* | -5.9 *(-5.6)* | 4.2 *(4.4)* | 4.6 *(4.0)* |

a. Figures in parentheses are from the base-case projection in the October *Monetary Policy Report*.

Following a period of vigorous growth, housing investment is projected to slow through 2010 as pent-up demand subsides and affordability declines.[4]

Business fixed investment is expected to recover in 2010 with the improvement in financial conditions and economic activity, as well as higher commodity prices. This projected increase in investment spending is consistent with the results of the Bank's recent *Business Outlook Survey*.

Export volumes are expected to continue to recover over the projection period in response to growing external demand and higher commodity prices. Export growth is projected to be somewhat stronger than was expected last October, owing to a more favourable outlook for the U.S. economy, particularly in the sectors that figure most importantly for Canadian exporters. The persistent strength in the Canadian dollar and the absolute low level of U.S. demand will, however, continue to dampen exports. Import volumes are also projected to grow at a solid pace, in line with the recovery in domestic demand, the rebound in exports, and the past appreciation of the Canadian dollar.

Economic growth is expected to become more solidly entrenched over the projection period as self-sustaining growth in private demand takes hold. The contribution of government spending to growth in domestic demand is expected to have peaked at about 2 percentage points in the last quarter of 2009, and then to gradually decline through 2010 before turning negative in 2011.

*Economic growth is expected to become more solidly entrenched over the projection period as self-sustaining growth in private demand takes hold.*

As the recovery in the Canadian economy continues, excess supply will gradually be absorbed. The economy is expected to reach its production capacity in the third quarter of 2011, as projected in the October *Report*.

## The Projection for Inflation

Measured CPI inflation in Canada is expected to be slightly higher this year than projected in the October *Report*, reflecting the positive surprise to core inflation in the fourth quarter of last year **(Table 4)**.

4 For more on the housing sector, see "Canada's Housing Sector in Recession and Recovery: Beyond Bricks and Mortar." Remarks prepared by Deputy Governor Timothy Lane for delivery to the Edmonton CFA Society, Edmonton, 11 January 2010 <http://www.bankofcanada.ca/en/speeches/2010/sp110110.html>.

**Table 4: Summary of the base-case projection for Canada[a]**

| | 2008 | 2009 | | | | 2010 | | | | 2011 | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | Q4 | Q1 | Q2 | Q3 | Q4 | Q1 | Q2 | Q3 | Q4 | Q1 | Q2 | Q3 | Q4 |
| Real GDP (quarter-over-quarter percentage change) | -3.7<br>*(-3.7)* | -6.2<br>*(-6.1)* | -3.1<br>*(-3.4)* | 0.4<br>*(2.0)* | 3.3<br>*(3.3)* | 3.5<br>*(3.8)* | 4.3<br>*(3.8)* | 4.0<br>*(3.7)* | 3.8<br>*(3.5)* | 3.8<br>*(3.3)* | 3.3<br>*(3.3)* | 2.8<br>*(2.8)* | 2.2<br>*(2.5)* |
| Real GDP (year-over-year percentage change) | -1.0<br>*(-1.0)* | -2.3<br>*(-2.3)* | -3.2<br>*(-3.2)* | -3.2<br>*(-2.8)* | -1.5<br>*(-1.1)* | 1.0<br>*(1.4)* | 2.9<br>*(3.2)* | 3.8<br>*(3.6)* | 3.9<br>*(3.6)* | 4.0<br>*(3.5)* | 3.7<br>*(3.4)* | 3.4<br>*(3.2)* | 3.0<br>*(3.0)* |
| Core inflation (year-over-year percentage change) | 2.2<br>*(2.2)* | 1.9<br>*(1.9)* | 1.9<br>*(1.9)* | 1.7<br>*(1.7)* | 1.6<br>*(1.4)* | 1.6<br>*(1.4)* | 1.7<br>*(1.5)* | 1.7<br>*(1.5)* | 1.8<br>*(1.7)* | 1.8<br>*(1.8)* | 1.9<br>*(1.9)* | 2.0<br>*(2.0)* | 2.0<br>*(2.0)* |
| Total CPI (year-over-year percentage change) | 2.0<br>*(2.0)* | 1.2<br>*(1.2)* | 0.1<br>*(0.1)* | -0.9<br>*(-0.9)* | 0.9<br>*(1.0)* | 1.6<br>*(1.4)* | 1.8<br>*(1.4)* | 1.8<br>*(1.3)* | 1.9<br>*(1.6)* | 1.9<br>*(1.8)* | 1.9<br>*(1.9)* | 2.0<br>*(2.0)* | 2.0<br>*(2.0)* |
| WTI[b] (level) | 58<br>*(58)* | 43<br>*(43)* | 60<br>*(60)* | 68<br>*(68)* | 76<br>*(73)* | 81<br>*(75)* | 83<br>*(76)* | 84<br>*(77)* | 86<br>*(78)* | 87<br>*(79)* | 88<br>*(80)* | 88<br>*(80)* | 89<br>*(81)* |

a. Figures in parentheses are from the base-case projection in the October *Monetary Policy Report*.
b. Assumptions for the price of West Texas Intermediate crude oil (US$ per barrel), based on an average of futures contracts over the two weeks ending 15 January 2010.

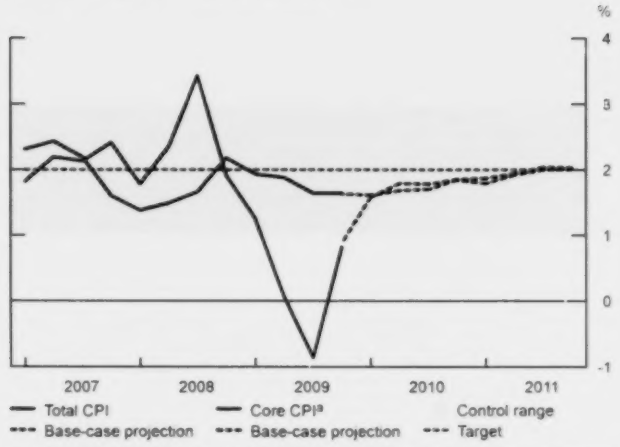
On the costs side, the Bank expects that wage growth over the projection period will remain at recent more moderate levels, compared with the first half of 2009.

*Both core and total CPI inflation are projected to return to 2 per cent in the third quarter of 2011.*

In the near term, core inflation is projected to remain fairly steady as the effect of the recent slowing in wage growth is largely offset by that of the gradual absorption of excess supply. As the impact of the first factor dissipates, and with inflation expectations well anchored, the core rate is projected to increase gradually, returning to 2 per cent in the third quarter of 2011 **(Chart 17)**.

**Chart 17: Total CPI and core inflation in Canada are projected to return to 2 per cent in the third quarter of 2011**

Year-over-year percentage change, quarterly data




a. CPI excluding eight of the most volatile components and the effect of changes in indirect taxes on the remaining components

Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations

With the base-year effects for gasoline prices dropping out of the data last December, total CPI inflation is projected to follow a path very similar to that of the core rate throughout the projection horizon.[5] Total CPI inflation is also expected to return to the 2 per cent target in the third quarter of 2011.

The uncertainty surrounding the Bank's inflation projection is illustrated using fan charts. **Chart 18** and **Chart 19** depict the 50 per cent and 90 per cent confidence bands for year-over-year core and total CPI inflation from the first quarter of 2010 to the end of 2011.[6] In particular, they show the slight downward tilt to the confidence bands that results from monetary policy operating at the effective lower bound.

**Chart 18: Projection for core CPI inflation**
Year-over-year percentage change

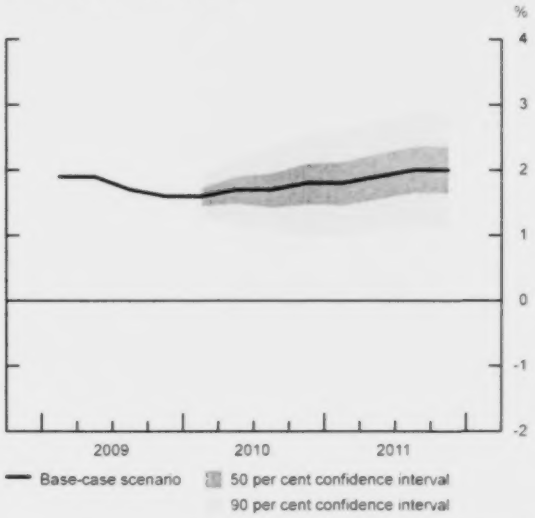
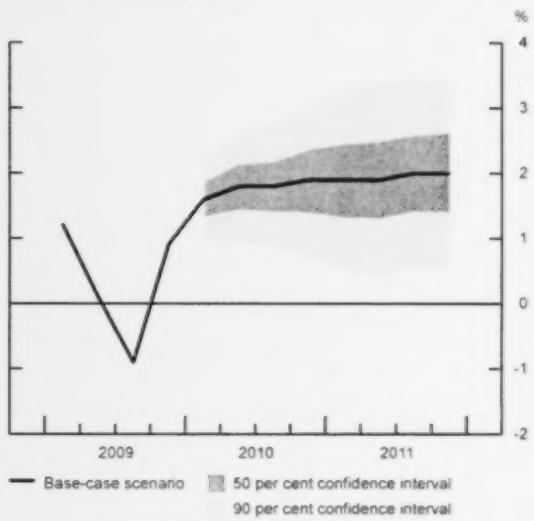



**Chart 19: Projection for total CPI inflation**
Year-over-year percentage change




5 This projection does not incorporate the impact of the harmonized sales tax that will be introduced in Ontario and British Columbia in July 2010. The Bank will provide an estimate of the impact in the April 2010 *Report*. As has been the case with other changes in indirect taxes, for the purpose of monetary policy, the Bank will see through the first-round effects of the tax on prices.

6 Technical details on the construction of the fan charts are available at <http://www.bankofcanada.ca/en/mpr/pdf/backgrounder_fancharts.pdf>.

# Risks to the Outlook

The main risks to the outlook for inflation are those identified in the October *Monetary Policy Report*. Risks remain elevated, although they have continued to diminish gradually with the consolidation of the recovery in the global and Canadian economies.

The main upside risks to inflation are associated with the possibility of a stronger-than-anticipated global recovery. The Bank expects the recovery to be more protracted than in previous recessions, owing to the persistent effects of the financial crisis on credit markets and on household savings behaviour in many advanced economies. It is thus possible that the recovery in global demand could be more vigorous than projected, resulting in stronger external demand for Canadian exports. This could occur, for instance, in the event of unexpectedly rapid improvements in financial conditions and consumer confidence. A related risk is that Canadian domestic demand could be more robust than projected.

On the downside, there is the risk that persistent strength of the Canadian dollar could act as a significant further drag on growth and put additional downward pressure on inflation. Another important downside risk is that the global recovery could be even more protracted than projected. Growth is heavily dependent on the exceptional monetary and fiscal policy stimulus provided worldwide, as well as the extraordinary measures taken to support financial systems in many advanced countries. Self-sustaining growth in private demand, which will be required for a solid recovery, may take longer than expected to materialize.

While the Bank judges that these underlying macroeconomic risks are roughly balanced, the overall risks to the inflation projection are tilted slightly to the downside as a result of monetary policy operating at the effective lower bound. The reason for this tilt is that the Bank could respond with conventional monetary tightening in the event that upside risks materialized. In contrast, if downside risks materialized, the Bank would have to implement unconventional policies, for which greater prudence would be warranted.

Over the medium term, global macroeconomic imbalances continue to pose significant risks to the outlook. These imbalances have been attenuated during the recession, as U.S. households have curtailed their spending, while domestic demand in Asian emerging-market economies has been boosted by aggressive policy measures. Sustained improvement over the medium term will require fiscal consolidation in the United States and several other advanced countries, together with policy-induced domestic demand growth and real exchange rate adjustment for surplus countries. In the absence of these conditions, large imbalances may re-emerge, with the attendant risk of disorderly adjustment.

## Bank of Canada Regional Offices

**Atlantic Provinces**
1583 Hollis Street, 5th Floor
Halifax, Nova Scotia B3J 1V4

**David Amirault**
*Senior Regional Representative (Economics)*

**Monique LeBlanc**
*Senior Regional Representative (Currency)*

**Quebec**
1501 McGill College Avenue, Suite 2030
Montréal, Quebec H3A 3M8

**Phuong Anh Ho Huu**
*Senior Regional Representative (Currency)*

**Miville Tremblay**
*Senior Representative, Director (Financial Markets)*

**Ontario**
150 King Street West, 20th Floor, Suite 2000
Toronto, Ontario M5H 1J9

**Brigid Brady**
*Assistant Chief, Regional Analysis Division, Canadian Economic Analysis Department*

**Jane Voll**
*Senior Regional Representative (Economics)*

**Manuel Parreira**
*Senior Regional Representative (Currency)*

**Mark Caplan**
*Senior Representative, Director (Financial Markets)*

**Eric Tuer**
*Assistant Director (Financial Markets)*

**Prairie Provinces, Nunavut, and Northwest Territories**
404 – 6th Avenue SW, Suite 200
Calgary, Alberta T2P 0R9

**Alexander Fritsche**
*Senior Regional Representative (Economics)*

**Ted Mieszkalski**
*Senior Regional Representative (Currency)*

**British Columbia and Yukon**
200 Granville Street, Suite 2710
Vancouver, British Columbia V6C 1S4

**Farid Novin**
*Senior Regional Representative (Economics)*

**Lori Rennison**
*Senior Regional Representative (Economics)*

**Trevor Frers**
*Senior Regional Representative (Currency)*

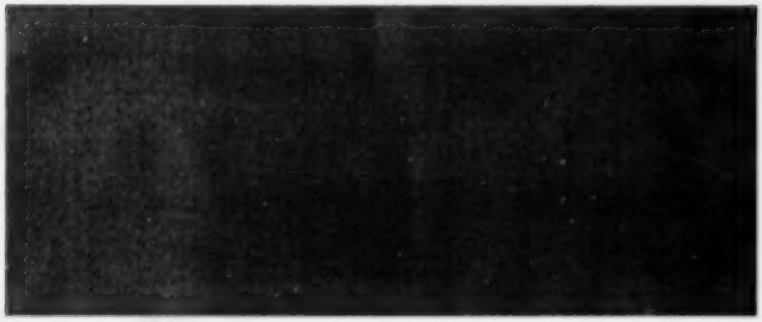
**New York Office**
Canadian Consulate General
1251 Avenue of the Americas
New York, NY 10020-1175 U.S.A.

**Scott Kinnear**
*Consul and Senior Representative for the Bank of Canada*

BANQUE DU CANADA | CÉLÉBRONS 75 ANS
BANK OF CANADA | CELEBRATING 75 YEARS

# Rapport sur la politique monétaire

Janvier 2010



www.banqueducanada.ca

# LA STRATÉGIE DE MAÎTRISE DE L'INFLATION AU CANADA*

**La maîtrise de l'inflation et l'économie**

- La maîtrise de l'inflation n'est pas une fin en soi; c'est le moyen par lequel la politique monétaire contribue au dynamisme de l'économie.
- Un taux d'inflation bas, stable et prévisible favorise un fonctionnement plus efficace de l'économie, ce qui aide à améliorer la croissance de l'activité au fil du temps et à atténuer les variations cycliques de la production et de l'emploi.

**L'outil de la politique monétaire**

- Des annonces portant sur l'outil de la politique monétaire de la Banque, à savoir le taux cible du financement à un jour, sont effectuées, à moins de circonstances exceptionnelles, à huit dates préétablies pendant l'année.
- En fixant une cible pour le taux du financement à un jour, la Banque du Canada exerce une influence sur les taux d'intérêt à court terme pour imprimer à la masse monétaire un rythme d'expansion compatible avec la cible de maîtrise de l'inflation. Le mécanisme de transmission est complexe et comporte des décalages dont la durée est à la fois longue et variable; l'incidence qu'a une modification des taux directeurs sur l'inflation se fait sentir généralement sur une période de six à huit trimestres.

**Les cibles**

- En février 1991, le gouvernement fédéral et la Banque du Canada se sont entendus sur l'établissement d'une série de cibles en vue de ramener le taux d'augmentation de l'IPC global au milieu d'une fourchette de 1 à 3 % pour la fin de 1995. La cible d'inflation a été reconduite à quelques reprises depuis. En novembre 2006, elle a été renouvelée pour une période de cinq ans, soit jusqu'à la fin de 2011. Selon les termes de la nouvelle entente, la Banque continuera de mener la politique monétaire de façon à maintenir l'inflation mesurée par l'IPC global à 2 %, soit au milieu d'une fourchette de maîtrise de l'inflation allant de 1 à 3 %.

**Le suivi de l'inflation**

- Une bonne part des variations que connaît l'IPC à court terme est attribuable aux fluctuations passagères des prix de composantes volatiles, comme les fruits et l'essence, et aux modifications des impôts indirects. C'est pourquoi la Banque utilise, comme indicateur de la tendance fondamentale de l'inflation, un indice de référence qui exclut huit des composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes.

---

* Voir la « Déclaration commune du gouvernement du Canada et de la Banque du Canada concernant la reconduction de la cible de maîtrise de l'inflation » ainsi que la note d'information publiée à ce sujet. Ces documents sont reproduits aux pages 47 à 62 de la livraison de l'hiver 2006-2007 de la *Revue de la Banque du Canada*.

Banque du Canada
234, rue Wellington
Ottawa (Ontario) K1A 0G9

ISSN 1201-8783 (version papier)
ISSN 1490-1242 (Internet)
Imprimé au Canada sur papier recyclé

BANQUE DU CANADA | CÉLÉBRONS 75 ANS
BANK OF CANADA | CELEBRATING 75 YEARS

# Rapport sur la politique monétaire

Janvier 2010

LE PRÉSENT RAPPORT ÉMANE DU CONSEIL DE DIRECTION DE LA BANQUE DU CANADA, COMPOSÉ DE MARK CARNEY, PAUL JENKINS, PIERRE DUGUAY, DAVID LONGWORTH, JOHN MURRAY ET TIMOTHY LANE.

Aujourd'hui, les perspectives sont plus favorables [...] S'il est probable que l'économie canadienne croîtra plus rapidement que celle des autres pays du G7 [en 2010], la Banque pense néanmoins que la reprise chez nous sera plus lente et dépendra davantage de la demande intérieure que de coutume.

Mark Carney

*Gouverneur, Banque du Canada*
*16 décembre 2009*
*Toronto (Ontario)*

# Table des matières


**1 Vue d'ensemble**

**3 L'économie mondiale**

3 L'évolution récente

5 L'évolution des marchés financiers mondiaux

6 Les perspectives d'évolution de l'économie mondiale

**11 L'économie canadienne**

11 L'évolution récente

11 L'offre et la demande globales

14 L'estimation des pressions sur la capacité de l'économie

15 L'inflation et la cible de 2 %

16 Les conditions financières au Canada

20 Le taux de change

20 Les mesures d'intervention

21 Les perspectives d'évolution de l'économie canadienne

21 L'offre et la demande globales

23 La projection en matière d'inflation

**25 Les risques entourant les perspectives**

**Notes techniques**

10 La réduction des déséquilibres mondiaux

12 Quelle a été la gravité du ralentissement au Canada par rapport à ce qui a été observé ailleurs?

# Vue d'ensemble

La reprise économique est amorcée à l'échelle du globe. Elle est alimentée par l'amélioration soutenue des conditions financières et la croissance plus vigoureuse de la demande intérieure dans de nombreux pays émergents. Même si les perspectives de croissance économique dans le monde pour 2010 et 2011 sont un peu plus fortes que la Banque ne l'entrevoyait dans la livraison d'octobre du *Rapport sur la politique monétaire*, la reprise continue de reposer sur les mesures exceptionnelles de détente monétaire et budgétaire de même que sur les actions extraordinaires entreprises à l'appui des systèmes financiers.

Le Canada a renoué avec la croissance économique au troisième trimestre de 2009, et celle-ci devrait avoir poursuivi son accélération au quatrième. L'inflation mesurée par l'IPC global est devenue positive au quatrième trimestre et l'inflation mesurée par l'indice de référence a été légèrement supérieure aux pronostics au cours des derniers mois. Néanmoins, une offre excédentaire substantielle persiste, et la Banque est d'avis que l'économie fonctionnait à environ 3 1/4 % en deçà de son plein potentiel au quatrième trimestre de 2009.

On s'attend à ce que la relance de l'économie canadienne se déroule essentiellement selon le scénario exposé dans le *Rapport* d'octobre, c'est-à-dire que l'économie devrait retrouver son plein potentiel et l'inflation revenir à la cible de 2 % au troisième trimestre de 2011. La Banque estime que l'économie progressera de 2,9 % en 2010 et de 3,5 % en 2011, après s'être contractée de 2,5 % en 2009.

Les facteurs qui façonnent la reprise demeurent largement inchangés. Il s'agit du soutien des mesures de politique, de la hausse des niveaux de confiance, de l'amélioration des conditions financières, du raffermissement de l'économie mondiale et du renforcement des termes de l'échange. Parallèlement, la vigueur persistante du dollar canadien et le bas niveau de la demande américaine, en chiffres absolus, continuent de freiner considérablement l'activité économique au Canada. En définitive, ces facteurs ont modifié la composition de la demande globale, la demande intérieure gagnant en importance au détriment des exportations nettes. Le secteur privé devrait devenir l'unique moteur de la progression de la demande intérieure en 2011.

Les principaux risques pesant sur les perspectives en matière d'inflation sont les mêmes que ceux dont faisait état le *Rapport* d'octobre. Les risques demeurent élevés, bien qu'ils aient continué de diminuer progressivement, au fil de la consolidation de la reprise économique à l'échelle nationale et internationale.

Les principaux risques à la hausse concernant l'inflation sont liés à la possibilité que le redressement de l'économie mondiale soit plus vif qu'escompté. Il se

*Le présent rapport se fonde sur l'information reçue à la date d'annonce préétablie du 19 janvier 2010.*

peut que le raffermissement de la demande mondiale soit plus vigoureux que prévu, et se traduise par une demande extérieure plus forte de produits canadiens. Il existe également un risque connexe que la demande intérieure au Canada soit plus robuste que projeté.

Parmi les risques à la baisse, une vigueur persistante du dollar canadien pourrait exercer un nouvel effet modérateur considérable sur la croissance ainsi que des pressions à la baisse supplémentaires sur l'inflation. Un autre risque important tient à la possibilité que la reprise mondiale soit encore plus lente qu'anticipé.

Bien que les risques macroéconomiques sous-jacents soient relativement équilibrés, la Banque juge que, du fait que le taux directeur s'établit à sa valeur plancher, les risques à la baisse entourant sa projection liée à l'inflation restent légèrement prépondérants dans l'ensemble.

À moyen terme, les déséquilibres macroéconomiques mondiaux continuent de présenter des risques importants pour les perspectives.

Le 8 décembre 2009 et le 19 janvier 2010, la Banque a réitéré son engagement conditionnel à maintenir le taux cible du financement à un jour à son niveau actuel de 1/4 % jusqu'à la fin du deuxième trimestre de 2010 afin que la cible d'inflation puisse être atteinte. La Banque conserve une flexibilité considérable dans la conduite de la politique monétaire en contexte de bas taux d'intérêt, conformément au cadre exposé dans le *Rapport sur la politique monétaire* d'avril 2009.

# L'économie mondiale

## L'évolution récente

*L'évolution économique et financière mondiale a été légèrement plus favorable qu'on ne l'entrevoyait en octobre.*

La reprise économique est amorcée à l'échelle du globe. Elle est alimentée par l'amélioration soutenue des conditions financières et une croissance plus vigoureuse de la demande intérieure dans de nombreux pays émergents. L'évolution économique et financière mondiale a été légèrement plus favorable qu'on ne l'entrevoyait dans la livraison d'octobre du *Rapport sur la politique monétaire*, et les perspectives de croissance économique dans le monde pour 2010 et 2011 sont un peu plus fortes. Néanmoins, on s'attend toujours à ce que la reprise soit plus modeste que de coutume. L'expansion repose largement sur les mesures exceptionnelles de détente monétaire et budgétaire mises en œuvre sur l'ensemble de la planète ainsi que sur les actions extraordinaires entreprises à l'appui des systèmes financiers au sein de nombreux pays avancés.

*La reprise a maintenant gagné la plupart des économies avancées.*

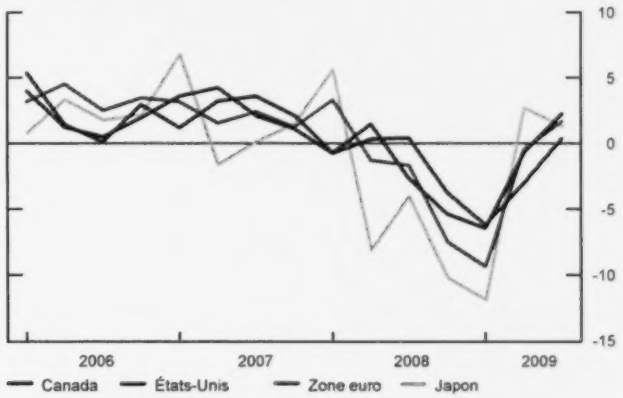
Le redressement de l'activité économique internationale, qui a débuté au deuxième trimestre de 2009, se poursuit, conformément à la projection relative à la croissance présentée dans le *Rapport* d'octobre. L'activité progresse à un rythme rapide dans les pays émergents, en particulier en Chine, et la reprise a maintenant gagné la plupart des économies avancées, les pays nord-américains et ceux de la zone euro ayant enregistré une croissance positive de leur production au troisième trimestre **(Graphique 1)**. Bien que les taux de chômage demeurent élevés dans la plupart des grandes économies avancées, des signes indiquent que le rythme de la détérioration des conditions sur les marchés du travail a commencé à ralentir. Les indices des directeurs des achats ont affiché une hausse dans toutes les grandes régions et se situent maintenant à des niveaux compatibles avec l'expansion économique. Compte tenu des importants écarts de production et de l'absence de tensions salariales, l'inflation tendancielle est demeurée limitée dans les grandes économies. Les taux d'inflation cités dans les manchettes ont toutefois remonté, la dégringolade des cours de l'énergie par rapport à 2008 n'exerçant plus de pression à la baisse sur l'inflation mesurée **(Graphique 2)**.

Les autorités monétaires des pays avancés continuent à soutenir fortement la reprise et, ainsi, à favoriser l'amélioration graduelle des conditions financières. En outre, les programmes gouvernementaux visant à stopper le recul de l'activité économique et à stimuler la relance semblent avoir été mieux ciblés et plus efficaces que prévu. Un certain nombre de secteurs, surtout ceux de l'automobile et du logement, ont bénéficié de ces programmes.

L'économie américaine a commencé à se redresser au troisième trimestre de 2009 et a affiché une expansion de 2,2 %. La consommation a été soutenue

**Graphique 1 : Les grandes économies avancées ont renoué avec la croissance**

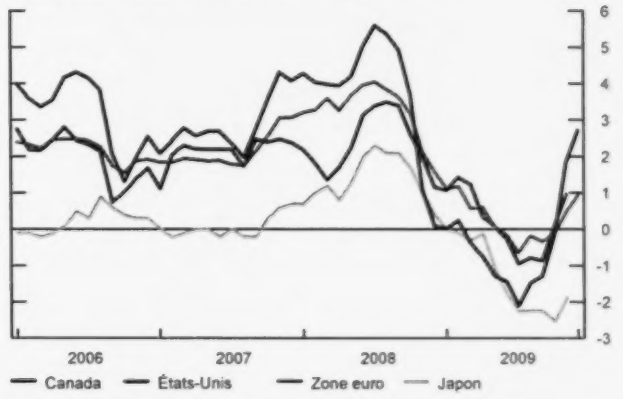
Taux de croissance trimestriel annualisé




Sources : Statistique Canada, Bureau of Economic Analysis des États-Unis, Eurostat et Bureau de statistique du Japon

**Graphique 2 : L'inflation globale est en hausse dans la plupart des économies avancées**

Taux de variation en glissement annuel, données mensuelles




Sources : Statistique Canada, Bureau of Economic Analysis des États-Unis, Eurostat et Bureau de statistique du Japon

par un accroissement plus marqué qu'anticipé du patrimoine financier, et le raffermissement de la croissance dans le reste du monde, en particulier dans les pays émergents d'Asie, a contribué à dynamiser les exportations. La Banque juge que le taux de croissance aux États-Unis au quatrième trimestre s'est hissé à 4,6 %, grâce principalement à un important apport des stocks, à la poursuite de la progression vigoureuse des exportations et à une amélioration constante au chapitre de la construction résidentielle. On estime aussi que la production de véhicules automobiles a augmenté plus rapidement que prévu précédemment.

Même si, à 1,7 %, la croissance du PIB dans la zone euro a été un peu plus faible que ce à quoi on s'attendait au troisième trimestre, des indicateurs donnent à penser que la reprise s'enracine plus solidement. Les trois plus grosses économies, à savoir l'Allemagne, la France et l'Italie, ont toutes vu

leur production industrielle s'accroître pour la première fois depuis le premier trimestre de 2008. Bien que la reprise soit toujours timide au Japon, la confiance des entreprises et les profits des sociétés ont crû récemment, à la faveur de la vigueur de la demande d'exportations.

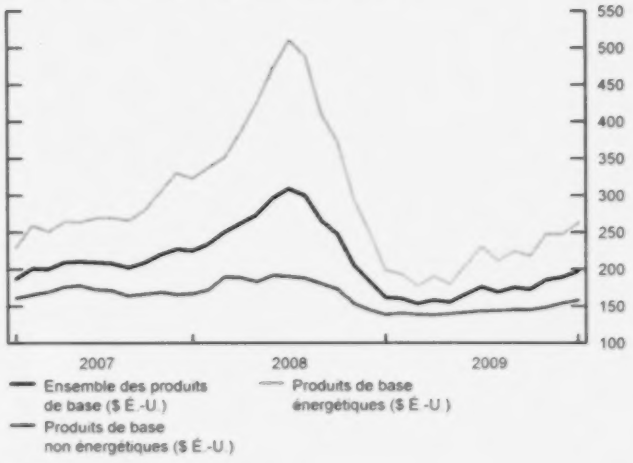
Les données du troisième trimestre sur le PIB en Chine font état d'une progression de 8,9 % en glissement annuel, favorisée par la robustesse des ventes de biens durables, la croissance des investissements dans le logement et la hausse des exportations, les importantes mesures de relance budgétaire et les politiques monétaire et de crédit expansionnistes faisant encore sentir leurs effets. De nouvelles préoccupations au sujet de la possibilité d'une surchauffe en Chine ont incité les autorités à resserrer quelque peu les conditions du crédit afin d'atténuer les pressions inflationnistes.

*L'activité progresse à un rythme rapide dans les pays émergents, en particulier en Chine.*

L'indice des produits de base de la Banque a connu une légère hausse par rapport au niveau observé au moment de la parution du *Rapport* d'octobre, du fait de la montée des cours du gaz naturel ainsi que du renchérissement des produits non énergétiques provoqué par la demande plus forte que prévu des pays émergents d'Asie **(Graphique 3)**.

**Graphique 3 : Les prix des produits de base ont augmenté depuis la parution du *Rapport sur la politique monétaire* d'octobre**

Indice des prix des produits de base de la Banque du Canada
(base 100 de l'indice : 1982-1990), données mensuelles



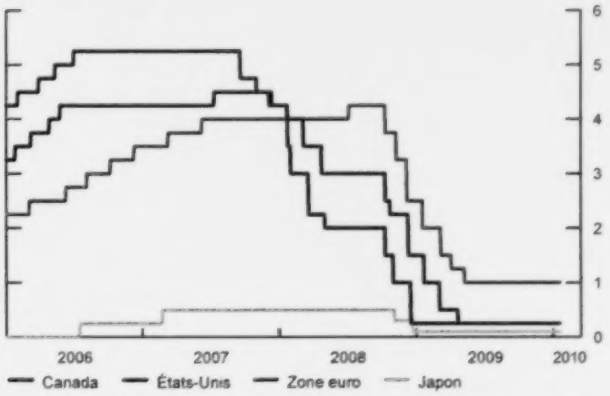

Source : Banque du Canada

## L'évolution des marchés financiers mondiaux

L'amélioration des conditions financières au sein des économies avancées a contribué à la reprise naissante à l'échelle internationale. Les marchés boursiers ont nettement remonté la pente au cours des trois derniers trimestres, et les entreprises ont bénéficié d'un meilleur accès aux marchés de capitaux, l'émission d'obligations de sociétés dans le monde ayant atteint des niveaux records. Les coûts d'emprunt demeurent également bas à la faveur du rétrécissement continu des écarts de crédit. Les profits et les capitaux propres des banques se sont généralement accrus à l'échelle du globe. Parmi les facteurs qui sous-tendent ces améliorations, notons les taux d'intérêt officiels historiquement bas maintenus par tous les grands pays **(Graphique 4)**.

*L'amélioration des conditions financières au sein des économies avancées a contribué à la reprise naissante à l'échelle internationale.*

**Graphique 4 : Les taux directeurs sont demeurés à des creux historiques dans la plupart des pays**
Données quotidiennes




Sources : Banque du Canada, Réserve fédérale des États-Unis, Banque centrale européenne et Banque du Japon

Aux États-Unis, les taux hypothécaires restent près de leurs creux historiques grâce aux achats ciblés effectués par les banques centrales. Les améliorations sur le marché des prêts hypothécaires non conformes aux normes habituelles ont été plus modestes cependant, et le fonctionnement des marchés des instruments titrisés est toujours entravé, les mesures prises par les pouvoirs publics continuant de procurer un soutien important. Malgré l'amenuisement des écarts et les taux d'intérêt généralement bas observés dans de nombreux pays, le crédit aux ménages et aux entreprises, particulièrement les PME, demeure limité, ce qui reflète l'effet sur les fonds propres des banques des pertes sur prêts passées et anticipées de même que l'incertitude quant aux répercussions des réformes réglementaires sur les exigences de fonds propres et de liquidité auxquelles les banques seront soumises.

Les rendements des obligations d'État à long terme se sont élevés depuis la parution du dernier *Rapport*, à la faveur des perspectives économiques plus positives. De fait, certains pays ont commencé à relever les taux d'intérêt et à mettre fin aux mesures non traditionnelles en prévision d'un renforcement de la croissance et de l'apparition de pressions sur les prix. Des événements récents ont aussi attiré l'attention des marchés sur le risque potentiel associé au crédit souverain lié à la hausse des niveaux d'endettement dans un certain nombre de pays.

## Les perspectives d'évolution de l'économie mondiale

*Les indicateurs récents montrent que les perspectives de croissance économique à l'échelle du globe en 2010 sont plus favorables qu'on ne le prévoyait antérieurement.*

Les indicateurs récents montrent que les perspectives de croissance économique à l'échelle du globe en 2010 sont plus favorables qu'on ne le prévoyait antérieurement **(Tableau 1)**. La Banque s'attend maintenant à ce que l'économie mondiale progresse de 3,7 % en 2010 et de 4,1 % en 2011. Bien qu'elle soit soutenue, la reprise projetée est relativement graduelle, compte tenu de l'ampleur de la récession. La révision des perspectives pour 2010 reflète la poursuite de l'amélioration des conditions financières internationales, la hausse de la croissance dans les pays émergents d'Asie et l'adoption de nouveaux programmes budgétaires visant à stimuler la demande intérieure au sein des économies avancées. Le raffermissement de la demande du

**Tableau 1 : Projection relative à la croissance de l'économie mondiale**

| | Part du PIB mondial réel[a] (en pourcentage) | Croissance projetée[b] (en pourcentage) | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| | | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
| États-Unis | 21 | 0,4 *(0,4)* | -2,5 *(-2,5)* | 2,5 *(1,8)* | 3,9 *(3,8)* |
| Zone euro | 16 | 0,5 *(0,5)* | -3,9 *(-3,9)* | 1,2 *(0,9)* | 2,1 *(2,4)* |
| Japon | 7 | -1,2 *(-0,7)* | -5,3 *(-5,7)* | 1,9 *(1,7)* | 2,0 *(2,5)* |
| Chine | 11 | 9,1 *(9,1)* | 8,3 *(8,1)* | 9,3 *(8,9)* | 9,2 *(8,9)* |
| Autres pays | 45 | 4,0 *(3,9)* | -2,0 *(-2,1)* | 4,0 *(3,3)* | 4,0 *(3,7)* |
| **Ensemble du monde** | **100** | **2,9 *(2,9)*** | **-1,5 *(-1,6)*** | **3,7 *(3,1)*** | **4,1 *(4,0)*** |

a. La part de chaque pays ou groupe de pays est calculée d'après les estimations du FMI des PIB mesurés en parité des pouvoirs d'achat pour 2007. Source : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*, avril 2009
b. Les chiffres entre parenthèses correspondent aux projections présentées dans la livraison d'octobre 2009 du *Rapport sur la politique monétaire*.
Source : Banque du Canada

secteur privé dans les pays avancés devrait néanmoins rester relativement faible, en raison de l'assainissement des bilans des ménages et de la restructuration des entreprises qui s'imposent, ainsi que de l'arrivée à terme des mesures provisoires de relance budgétaire et de la poursuite par les intermédiaires financiers de stratégies de prêt prudentes afin de reconstituer leurs capitaux.

*La croissance aux États-Unis en 2010 et 2011 devrait être légèrement plus forte qu'escompté en octobre*

Aux États-Unis, la croissance en 2010 et 2011 devrait être légèrement plus forte qu'escompté précédemment, en raison d'une progression de la consommation et des exportations plus vigoureuse que prévu et de l'adoption de nouvelles mesures de relance budgétaire. Cependant, on s'attend encore à ce que le redressement de la demande intérieure en 2010 soit relativement faible, la croissance escomptée étant en grande partie attribuable aux mesures de relance budgétaire et monétaire qui ont été prises dans le passé et à celles qui sont en cours. Les dépenses de consommation ne progresseront pas autant que lors des reprises précédentes, puisque les ménages doivent encore reconstituer leur richesse et qu'ils pourraient être confrontés à un accès limité au crédit. Le taux d'épargne des ménages devrait passer à plus de 6 % au cours des deux prochaines années (à partir d'un creux de 1,2 % au premier trimestre de 2008). La progression des investissements des entreprises dans l'immobilier commercial va probablement rester faible compte tenu de la hausse des taux d'inoccupation et de la chute des prix des propriétés. On prévoit que les exportations augmenteront sensiblement, à la faveur d'un repli de la devise américaine et d'une reprise plus rapide que prévu dans les économies d'outre-mer. La croissance plus forte de la productivité et les coûts unitaires de main-d'œuvre plus bas ont également rendu les biens américains davantage concurrentiels. Toutefois, les exportations nettes ne devraient contribuer positivement à l'expansion du PIB qu'au second semestre de 2010, car les importations redémarreront aussi avec force par suite du redressement de la demande intérieure.

En 2010, l'expansion économique dans la zone euro devrait s'avérer un peu plus solide qu'escompté précédemment, grâce à la croissance plus élevée des exportations et à une légère amélioration des perspectives concernant les marchés du travail. La confiance des consommateurs s'est également renforcée, et les réductions d'impôt proposées en Allemagne pourraient apporter un soutien additionnel à court terme. Cependant, les craintes d'un futur resserrement budgétaire et d'une limitation possible de l'offre de crédit bancaire dans la zone euro pourraient freiner l'expansion au cours des périodes à venir. La croissance au Japon est soutenue par des politiques

monétaire et budgétaire expansionnistes ainsi que par la vigueur de la demande asiatique de produits japonais, mais elle devrait rester modeste en 2010 et 2011, du fait du chômage élevé et de la faible progression des salaires. De plus, le niveau élevé des capacités excédentaires va probablement limiter les investissements des entreprises.

*On s'attend à ce que l'économie chinoise s'accroisse de plus de 9 % l'an prochain et l'année suivante.*

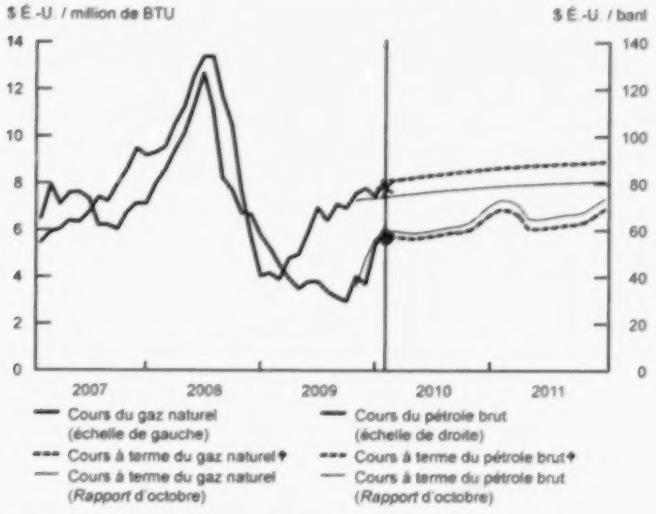
On s'attend à ce que l'économie chinoise s'accroisse de plus de 9 % l'an prochain et l'année suivante, la part des investissements et de la consommation privés gagnant en importance, tandis que les subventions, les investissements publics ainsi que les exportations joueront un moins grand rôle. Par conséquent, la demande intérieure devrait contribuer davantage à la croissance en Chine que dans le passé et aider à atténuer les déséquilibres mondiaux. Bon nombre d'économies émergentes profiteront de l'expansion soutenue et du raffermissement de la demande de matières premières en Chine, ce qui favorisera davantage la reprise mondiale.

*Les prix des produits de base devraient augmenter à mesure que la reprise s'enracinera à l'échelle du globe.*

Après avoir reculé de plus de 30 % en glissement annuel en 2009, les prix des produits de base devraient augmenter pendant les deux années qui viennent, à mesure que la reprise s'enracinera à l'échelle du globe. À en juger par les marchés des contrats à terme, les cours du pétrole devraient grimper à quelque 88 dollars américains le baril en 2011 **(Graphique 5)**. La Banque estime que les prix des produits non énergétiques s'accroîtront d'environ 10 % en 2010 et en 2011.

**Graphique 5 : Les courbes des cours à terme laissent entrevoir une hausse des prix du pétrole brut et du gaz naturel**

Données mensuelles




• Cours au comptant du pétrole brut (15 janvier 2010)
• Cours au comptant du gaz naturel (15 janvier 2010)
♦ Prix moyen des contrats à terme au cours des deux semaines se terminant le 15 janvier 2010

Nota : Les valeurs des prix du pétrole brut et du gaz naturel pour janvier 2010 sont des estimations fondées sur la moyenne des cours quotidiens au comptant jusqu'au 15 janvier 2010.

Source : New York Mercantile Exchange (NYMEX)

La Banque prévoit que l'expansion de l'économie mondiale s'accélérera ces deux prochaines années, mais que le rythme de la reprise dans les pays avancés sera modéré. Il faudra du temps avant que les ménages et les banques n'assainissent leurs bilans et que les conditions financières ne reviennent à la normale. À court terme, la croissance de la production réelle reposera largement sur la détente monétaire et budgétaire passée et actuelle. Même si les déséquilibres des balances courantes à l'échelle internationale se sont atténués au cours de la récession, on peut s'attendre à ce qu'ils s'amplifient quelque peu, à mesure que les économies renouent avec la croissance et que les cours des produits de base se raffermissent. De nouveaux correctifs s'imposeront à moyen terme afin que la croissance mondiale soit vigoureuse, mais aussi durable et équilibrée **(Note technique 1)**.

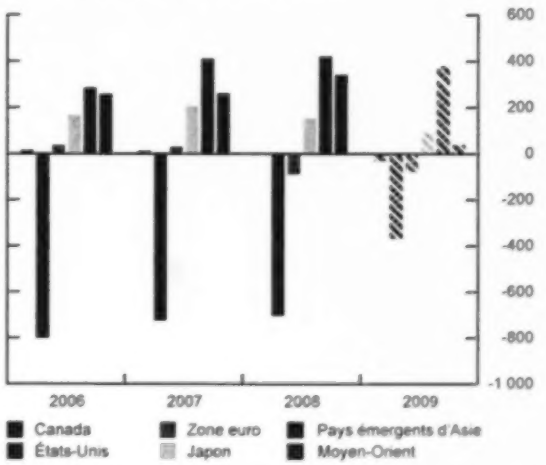
Note technique 1

# La réduction des déséquilibres mondiaux

Les déséquilibres des paiements courants des principales régions du monde se sont atténués au cours de la récente récession à la faveur de différents facteurs, les uns temporaires et les autres plus durables (**Graphique 1-A** et **Graphique 1-B**). Les facteurs cycliques englobent notamment une contraction de la demande intérieure plus forte aux États-Unis que chez leurs principaux partenaires commerciaux et le recul prononcé des prix du pétrole. Le déficit de la balance courante américaine devrait se creuser à brève échéance sous l'effet conjugué de la reprise aux États-Unis et du renchérissement de l'énergie. À moyen terme, toutefois, il devrait évoluer graduellement vers un niveau (2,5 % du PIB environ) viable à un horizon plus lointain[1]. Cette amélioration aura pour contrepartie une baisse marquée des excédents des pays émergents d'Asie et, dans une moindre mesure, de ceux de l'Europe et du Japon, et elle devrait s'accompagner d'une augmentation des excédents des pays exportateurs de pétrole.

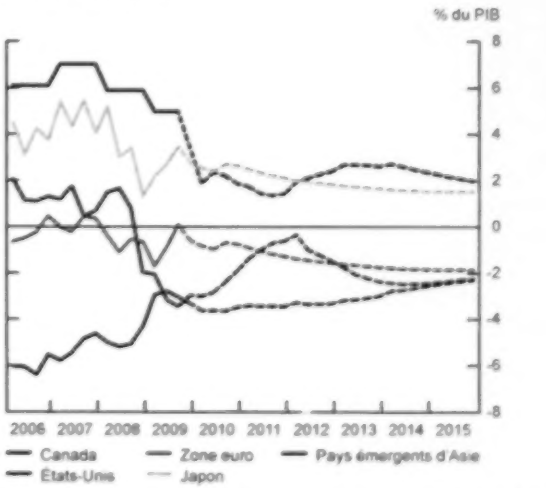
Le redressement de la situation à moyen terme nécessitera des modifications des comportements et des ajustements sur le plan des politiques. Il faudra entre autres que : 1) les finances publiques s'assainissent durablement aux États-Unis et dans plusieurs autres pays avancés; 2) la hausse du taux d'épargne des ménages américains soit conforme à celle intégrée dans le scénario de référence de la Banque; 3) les autorités de la Chine et des autres grandes économies émergentes stimulent davantage leur demande intérieure; 4) les monnaies des pays ayant une balance courante excédentaire s'apprécient en termes réels – sans quoi la possibilité d'un retour aux importants déséquilibres du passé ne peut être écartée.

**Graphique 1-A : Solde des balances courantes**
Données annuelles, en milliards de dollars É.-U.




Nota : Les chiffres indiqués pour 2009 sont des estimations.
Source : Fonds monétaire international, *Perspectives de l'économie mondiale*, octobre 2009

**Graphique 1-B : Solde projeté des balances courantes**
Données trimestrielles




Nota : Données historiques jusqu'au troisième trimestre de 2009; le trait discontinu indique la valeur projetée du solde, calculée au moyen de BOC-GEM-FIN.
Source : Estimations de la Banque du Canada

1 Ce scénario a été élaboré à partir de BOC-GEM-FIN, l'un des modèles de l'économie mondiale qu'utilise la Banque. On trouvera des précisions à ce sujet dans une étude de Beaton, de Resende, Lalonde et Snudden qui paraîtra dans la collection des documents d'analyse de l'institution.

# L'économie canadienne

On s'attend à ce que la reprise au Canada se déroule essentiellement selon le pronostic exposé dans le *Rapport* d'octobre, c'est-à-dire que l'économie devrait retrouver son plein potentiel au troisième trimestre de 2011. Alors que l'inflation mesurée par l'indice de référence est demeurée légèrement supérieure aux projections ces derniers mois, l'inflation mesurée par l'IPC global est remontée comme prévu. La rigidité de l'inflation mesurée par l'indice de référence depuis le début de 2009 est vraisemblablement liée à la résilience qu'affiche la croissance des salaires. Puisque cette dernière devrait demeurer aux niveaux plus modérés observés récemment, et que l'offre excédentaire se résorbe graduellement, tant le taux d'augmentation de l'indice de référence que celui de l'IPC global devraient retourner à 2 % au troisième trimestre de 2011.

*On s'attend à ce que la reprise au Canada se déroule essentiellement selon le pronostic exposé dans le Rapport d'octobre.*

## L'évolution récente

### L'offre et la demande globales

Bien que le PIB réel du Canada se soit contracté pendant trois trimestres consécutifs, le ralentissement a eu moins d'ampleur que dans les autres grandes économies avancées. La demande intérieure, notamment, a beaucoup mieux résisté qu'ailleurs grâce à la solidité du système bancaire canadien, à la santé financière relativement bonne des ménages et des sociétés, de même qu'à la rapidité et à l'envergure des interventions de politique monétaire. Il n'en reste pas moins que le pays a traversé une grave récession, imputable en grande partie au repli accusé par les secteurs de l'économie américaine qui revêtent une importance particulière pour les exportations canadiennes, tels que ceux de l'automobile et du logement **(Note technique 2)**.

Renouant avec la croissance économique au troisième trimestre de 2009, le Canada a vu son PIB réel gagner un maigre 0,4 % (en chiffres annualisés), rythme inférieur à ce qui était avancé dans la projection d'octobre. La vive remontée de la demande intérieure et la relance des exportations ont été neutralisées principalement par une poussée étonnamment forte des importations. Le revenu intérieur brut réel s'est cependant accru sensiblement, sous l'influence de l'amélioration des termes de l'échange du Canada **(Graphique 6)**.

*Renouant avec la croissance économique au troisième trimestre de 2009, le Canada a vu son PIB réel gagner un maigre 0,4 %.*

Au troisième trimestre, la demande intérieure finale a enregistré une hausse généralisée et supérieure aux prévisions. Les dépenses de l'État ont contribué encore davantage à la croissance, et celles des ménages ont poursuivi leur redressement. Un gonflement inattendu de l'investissement en machines et matériel a également concouru au relèvement de la demande intérieure. Dans l'ensemble, les ventes ont nettement rebondi, et les firmes

Note technique 2

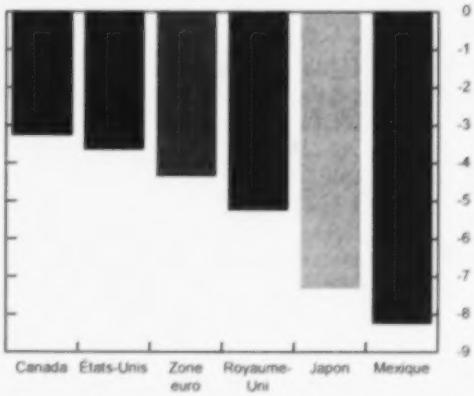
# Quelle a été la gravité du ralentissement au Canada par rapport à ce qui a été observé ailleurs?

L'économie mondiale se remet du ralentissement le plus prononcé et le plus synchronisé jamais vu depuis les années 1930. Le Canada a moins souffert que quantité d'autres pays, grâce en partie à son système bancaire robuste, aux bilans relativement solides des ménages et des sociétés aussi bien qu'à la rapidité et à l'ampleur de la riposte des autorités monétaires.

La comparaison de l'expérience du Canada à celle d'autres économies importantes révèle que son PIB réel a moins régressé (soit de 3,3 % au total) que celui de la plupart des pays **(Graphique 2-A)**.

Cela dit, le recul de la production au Canada n'a été que légèrement inférieur à celui enregistré aux États-Unis, son premier partenaire commercial. L'anémie de l'économie américaine a nui démesurément aux exportations canadiennes. La mesure de l'activité américaine que calcule la Banque sur la base des échanges a baissé de 22 %, principalement en raison des difficultés des secteurs de l'automobile et du logement, tandis que le PIB américain s'est replié de 3,7 % seulement[1]. Les exportations du Canada ont dégringolé de près de 20 %, contre 12 % pour celles des États-Unis **(Graphique 2-B)**. La tenue relativement bonne de l'économie canadienne en dépit de ce choc commercial témoigne de la résilience de la demande intérieure des ménages. En effet, la consommation privée a à peine fléchi au Canada, alors qu'elle a baissé de 1,9 % aux États-Unis **(Graphique 2-C)**. De façon comparable, la formation brute de capital fixe (FBCF) a diminué environ deux fois plus dans ce pays qu'au Canada[2].

**Graphique 2-A : Taux de variation du PIB réel entre le 4e trimestre de 2007 et le creux[a]**

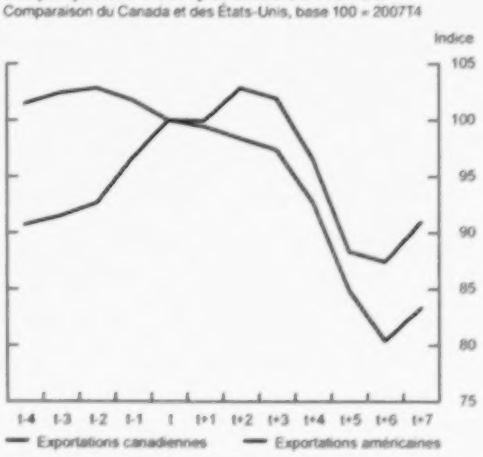



a. Le quatrième trimestre de 2007 marque le début de la récession aux États-Unis selon le National Bureau of Economic Research (NBER).

Sources : Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) et calculs de la Banque du Canada

**Graphique 2-B : Composantes du PIB réel**

Comparaison du Canada et des États-Unis, base 100 = 2007T4

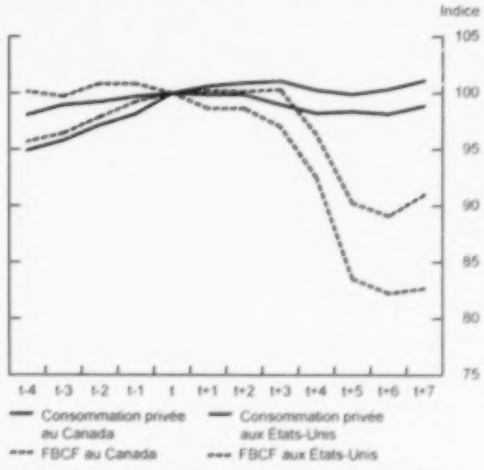



Nota : La lettre « t » désigne le quatrième trimestre de 2007 (début de la récession aux États-Unis selon le NBER).

Sources : OCDE et calculs de la Banque du Canada

**Graphique 2-C : Composantes du PIB réel**

Comparaison du Canada et des États-Unis, base 100 = 2007T4




Nota : La lettre « t » désigne le quatrième trimestre de 2007 (début de la récession aux États-Unis selon le NBER).

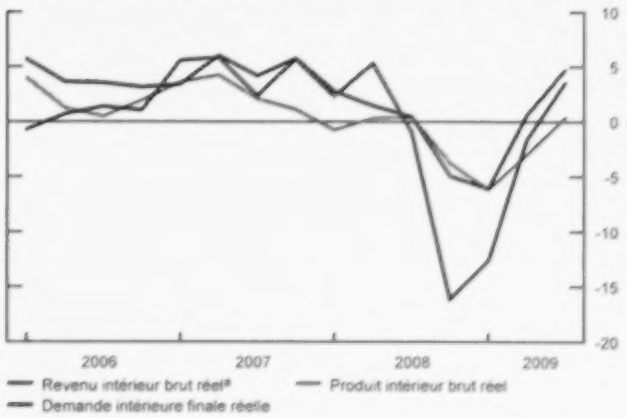
Sources : OCDE et calculs de la Banque du Canada

1 La Note technique 2 de la livraison de juillet 2009 du *Rapport sur la politique monétaire* offre des précisions sur l'indice de l'activité américaine utilisé par la Banque.

2 La FBCF englobe les investissements dans le secteur résidentiel et les entreprises (machines et matériel, bâtiments et ouvrages de génie) de même que les investissements des administrations publiques.

**Graphique 6 : La demande intérieure finale et le revenu intérieur brut réel au Canada ont connu une forte augmentation au troisième trimestre de 2009**

Taux de croissance trimestriel annualisé




a. Le revenu intérieur brut réel correspond au produit intérieur brut en dollars courants corrigé en fonction de l'indice des prix de la demande intérieure finale.

Source : Statistique Canada

ont de nouveau réduit leurs stocks, ce qui a fait reculer le ratio stocks/ventes. Les exportations nettes ont bridé la croissance de façon prononcée et plus marquée que prévu. À 36 % (en rythme annualisé), la montée des importations a été exceptionnellement élevée, même une fois pris en compte le bond de l'investissement et l'appréciation du dollar canadien.

On s'attend à ce que la cadence de l'expansion économique au Canada se soit accélérée au dernier trimestre de 2009 pour atteindre 3,3 %, en raison de l'augmentation toujours rapide de la demande intérieure finale et des exportations et du ralentissement de celle des importations[1]. Les dépenses des ménages et de l'État devraient contribuer à la vigueur soutenue de la demande intérieure finale, alors que l'investissement des entreprises devrait avoir subi une correction temporaire. Les indicateurs récents donnent à penser que les investissements dans le secteur résidentiel ont connu une autre hausse substantielle grâce au dynamisme du marché de la revente **(Graphique 7)**. Les prix sur ce marché se sont sensiblement élevés, vu le regain de confiance des consommateurs et l'amélioration de l'accessibilité à la propriété, attribuable à la faiblesse sans précédent des taux hypothécaires. Le nombre de mises en chantier a également remonté et se rapproche ainsi d'un niveau compatible avec les besoins démographiques.

*On s'attend à ce que la cadence de l'expansion économique au Canada se soit accélérée au dernier trimestre de 2009 pour atteindre 3,3 %.*

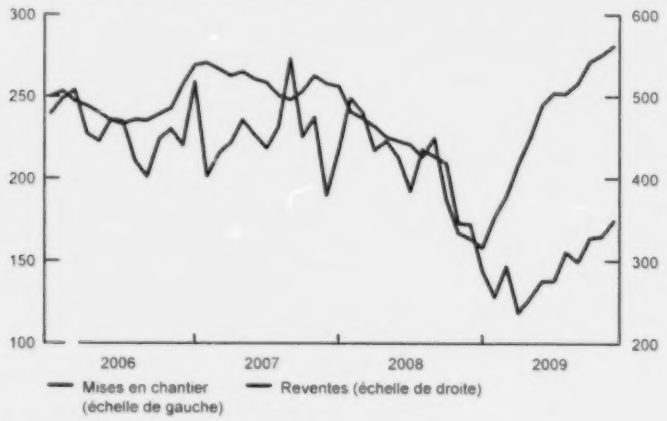
Dans la livraison d'octobre du *Rapport*, la Banque a réexaminé ses hypothèses concernant la productivité tendancielle du travail et la mesure tendancielle du facteur travail et conclu au maintien de la validité du scénario exposé dans le *Rapport* d'avril quant à l'évolution de la production potentielle[2]. La Banque prévoit que le taux d'expansion de la production potentielle, après avoir touché un creux de 1,2 % en 2009, remontera à 1,5 % en 2010 et à 1,9 % en 2011.

*La Banque prévoit que le taux d'expansion de la production potentielle, après avoir touché un creux de 1,2 % en 2009, remontera à 1,5 % en 2010 et à 1,9 % en 2011.*

1 La projection de la Banque pour le quatrième trimestre ne tient pas compte de l'incidence éventuelle de l'absentéisme causé par la grippe H1N1.

2 Pour un complément d'information sur les hypothèses de la Banque touchant la production potentielle, voir la Note technique 3 du *Rapport* d'octobre.

**Graphique 7 : Les reventes de maisons ont grimpé en flèche**
Milliers d'unités, données mensuelles annualisées




Sources : Société canadienne d'hypothèques et de logement et Service inter-agences

## L'estimation des pressions sur la capacité de l'économie

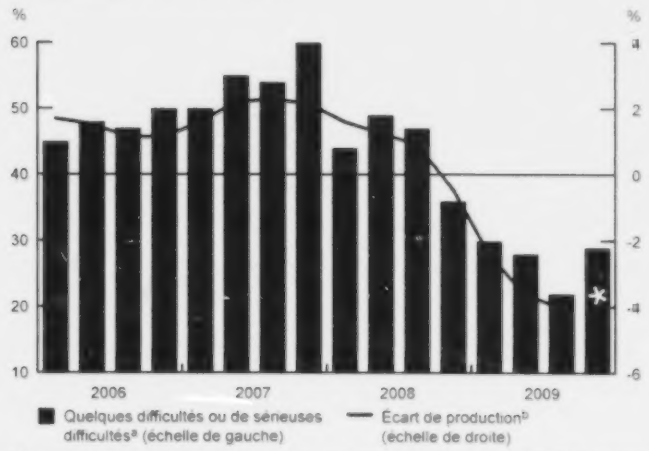
En raison de la croissance plus basse qu'anticipé du PIB, la marge de capacités inutilisées au sein de l'économie canadienne au troisième trimestre a dépassé le chiffre avancé dans le *Rapport* d'octobre. On s'attend à ce que l'offre excédentaire ait amorcé une contraction au quatrième trimestre, sous l'effet de la progression de l'activité. La mesure dont la Banque se sert habituellement pour estimer l'écart de production semble indiquer que l'économie tournait à un niveau inférieur de 3,7 % à son plein potentiel au quatrième trimestre de 2009 **(Graphique 8)**. Lorsqu'elle évalue les capacités inutilisées, la Banque tient compte de cette mesure de pair avec plusieurs autres indicateurs, puisqu'une grande incertitude entoure les estimations de la production potentielle, surtout au sortir d'une récession profonde. Selon les résultats de l'enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises parus cet hiver (http://www.banqueducanada.ca/fr/bos/2010/hiver/bos0110f.pdf), la proportion des firmes ayant déclaré qu'elles auraient de la difficulté à faire face à une hausse inattendue de la demande a légèrement augmenté, mais il faut rappeler qu'elle était très faible auparavant.

Des indicateurs récents portent à croire que le marché canadien du travail a cessé de se détériorer, en cohérence avec le retour du PIB sur une trajectoire ascendante. Le niveau de l'emploi et le nombre moyen d'heures travaillées semblent tous deux avoir touché un plancher à l'été **(Graphique 9)** et le taux de chômage est demeuré aux alentours de 8,5 %. La fragilité persistante du marché du travail n'en ressort pas moins avec évidence des résultats de l'enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises publiés cet hiver : le pourcentage des firmes faisant état de pénuries de main-d'œuvre a accusé un nouveau recul et est tombé à son plus bas depuis les débuts de l'enquête, en 1998.

*La Banque est d'avis que l'économie fonctionnait à environ 3 1/4 % en deçà de son plein potentiel au quatrième trimestre de 2009.*

Après avoir passé en revue tous les indicateurs des pressions sur la capacité de production et pris en compte la faiblesse de la production potentielle associée à la restructuration actuelle de l'économie canadienne, la Banque est d'avis que l'économie fonctionnait à environ 3 1/4 % en deçà de son plein potentiel au quatrième trimestre de 2009.

**Graphique 8 : L'économie canadienne affiche une offre excédentaire considérable**



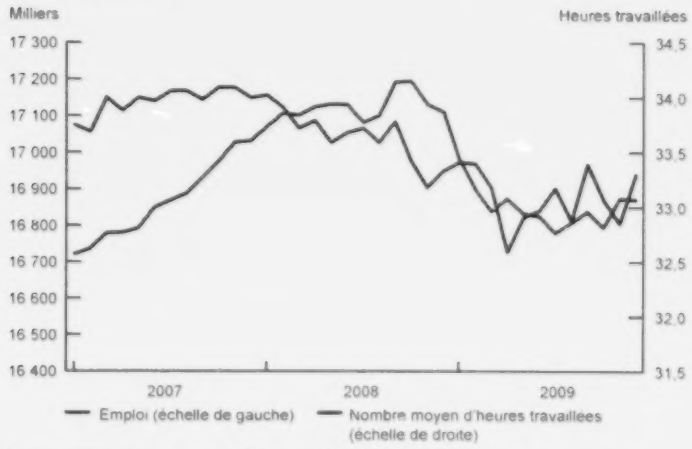

a. Réponses à la question relative aux pressions sur la capacité de production, dans l'enquête sur les perspectives des entreprises. Pourcentage des entreprises ayant indiqué qu'elles auraient quelques difficultés ou de sérieuses difficultés à répondre à une hausse inattendue de la demande ou des ventes.

b. Différence entre la production observée et la production potentielle estimée. La valeur estimée de l'écart pour le quatrième trimestre de 2009, indiquée par l'étoile, se fonde sur une augmentation prévue de la production de 3,3 % (en rythme annuel) pour ce trimestre.

Source : Banque du Canada

**Graphique 9 : Le marché du travail semble avoir cessé de se détériorer**

Données mensuelles




Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

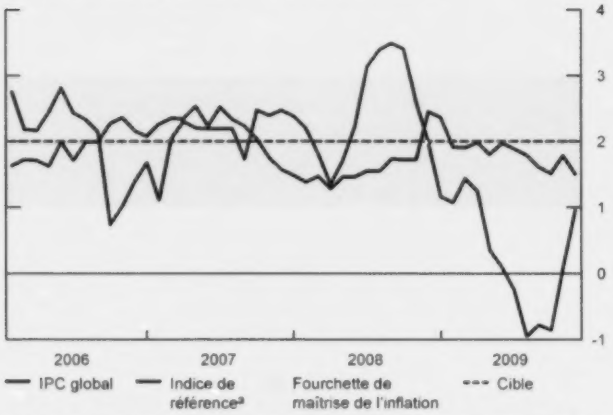
## L'inflation et la cible de 2 %

L'inflation mesurée par l'IPC global est devenue positive au dernier trimestre de 2009, comme la Banque l'entrevoyait dans le *Rapport* d'octobre, sous l'influence de la hausse en glissement annuel des cours de l'énergie. Le taux de variation sur douze mois de l'IPC global a rebondi pour s'établir à 1,0 % en novembre (comparativement au creux de -0,9 % qu'il avait touché durant l'été) **(Graphique 10)**, et l'on s'attend à ce qu'il se soit de nouveau accru en décembre.

*L'inflation mesurée par l'IPC global est devenue positive au dernier trimestre de 2009, comme prévu.*

**Graphique 10 : L'inflation mesurée par l'IPC global et par l'indice de référence reste inférieure à 2 %**

Taux de variation en glissement annuel, données mensuelles




a. Indice excluant huit des composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes

Source : Statistique Canada

*L'inflation mesurée par l'indice de référence a été légèrement supérieure aux pronostics ces derniers mois.*

L'inflation mesurée par l'indice de référence s'est établie à 1,5 % en novembre; ce pourcentage légèrement supérieur aux pronostics ces derniers mois s'explique en partie par la montée plus importante qu'anticipé des impôts fonciers et de certains prix réglementés. Malgré l'ampleur de l'offre excédentaire au sein de l'économie, le taux d'augmentation de l'indice de référence s'est maintenu très près de 2 % depuis le début de l'année. Cette rigidité est vraisemblablement liée au fait que la croissance des salaires était demeurée élevée par rapport à la tendance sous-jacente de la productivité. Vu la décélération de la croissance des salaires ces derniers mois, l'écart entre les deux a commencé à se rétrécir.

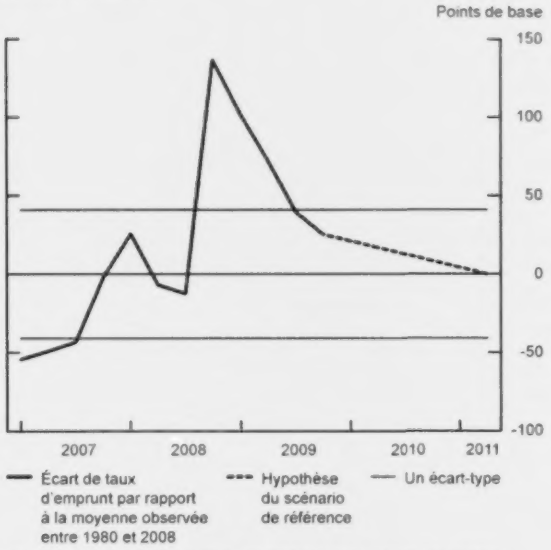
En raison des effets escomptés de l'accroissement sur douze mois des cours de l'énergie sur l'inflation mesurée par l'IPC global, les indicateurs des attentes d'inflation à court terme se sont élevés pour se rapprocher de la cible de 2 % dans les derniers mois. Selon les plus récentes compilations de Consensus Economics, l'IPC global devrait gagner 1,7 % en 2010. Les résultats de la dernière enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises continuent de montrer que les attentes concernant l'inflation moyenne sur les deux prochaines années se concentrent à l'intérieur de la fourchette de maîtrise de l'inflation que s'est donnée la Banque. Les mesures des attentes d'inflation qui se fondent sur le marché se situent à l'intérieur de la fourchette observée par le passé, une fois les effets de liquidité pris en considération. Compte tenu, entre autres, de ces éléments d'information, la Banque juge que les attentes d'inflation à moyen et à long terme restent solidement ancrées à la cible d'inflation de 2 %.

## Les conditions financières au Canada

*Après s'être nettement redressées, les conditions financières et les conditions du crédit au Canada sont demeurées, dans l'ensemble, relativement stables depuis la publication du* Rapport *d'octobre.*

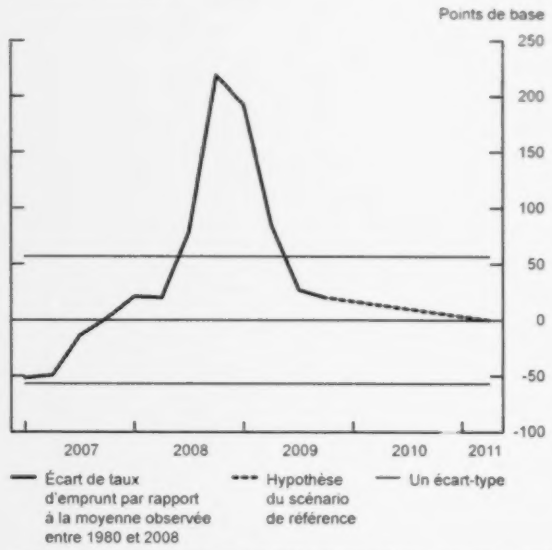
Après s'être nettement redressées, les conditions financières et les conditions du crédit au Canada sont demeurées, dans l'ensemble, relativement stables depuis la publication du *Rapport* d'octobre. Globalement, les conditions financières restent plus favorables au pays que dans la plupart des autres économies avancées, ce qui est d'ailleurs le cas depuis le déclenchement de la crise financière mondiale. L'amélioration marquée des conditions du crédit imposées aux emprunteurs canadiens au cours de la dernière année ressort clairement dans la chute abrupte des primes payées par les

**Graphique 11a : L'écart de taux d'emprunt des ménages a diminué...**
Données trimestrielles




Nota : L'écart de taux d'emprunt effectif est établi de la façon suivante : on soustrait d'abord des taux d'emprunt effectivement pratiqués à diverses échéances (du court au long terme) les taux d'intérêt sans risque pertinents, puis on calcule une moyenne pondérée des écarts ainsi obtenus. Pour de plus amples renseignements sur le taux d'intérêt effectif pour les ménages, consulter le site http://credit.banqueducanada.ca/conditionsfinancieres.
Source : Calculs de la Banque du Canada

**Graphique 11b : ... tout comme l'écart de taux d'emprunt des entreprises**
Données trimestrielles




Nota : L'écart de taux d'emprunt effectif est établi de la façon suivante : on soustrait d'abord des taux d'emprunt effectivement pratiqués à diverses échéances (du court au long terme) les taux d'intérêt sans risque pertinents, puis on calcule une moyenne pondérée des écarts ainsi obtenus. Pour de plus amples renseignements sur le taux d'intérêt effectif pour les entreprises, consulter le site http://credit.banqueducanada.ca/conditionsfinancieres.
Source : Calculs de la Banque du Canada

ménages et les entreprises pour obtenir des fonds **(graphiques 11a** et **11b)**. On postule que ces primes regagneront leurs moyennes historiques à long terme d'ici le début de 2011.

Depuis la parution du *Rapport* d'octobre, les coûts de financement des banques canadiennes n'ont guère varié par rapport à leurs très faibles niveaux. Les coûts d'emprunt des ménages sont également demeurés très bas par comparaison aux chiffres enregistrés dans le passé **(Graphique 12)**, et le crédit aux ménages a poursuivi sa progression à un rythme soutenu **(Graphique 13)**, propulsant ainsi le ratio de la dette au revenu des ménages canadiens à un sommet historique[3]. Bien que le crédit hypothécaire et le crédit à la consommation aient tous deux affiché de solides taux de croissance au cours des derniers mois, le second a crû plus rapidement, en raison surtout du recours aux lignes de crédit personnelles (y compris celles garanties par l'avoir propre foncier).

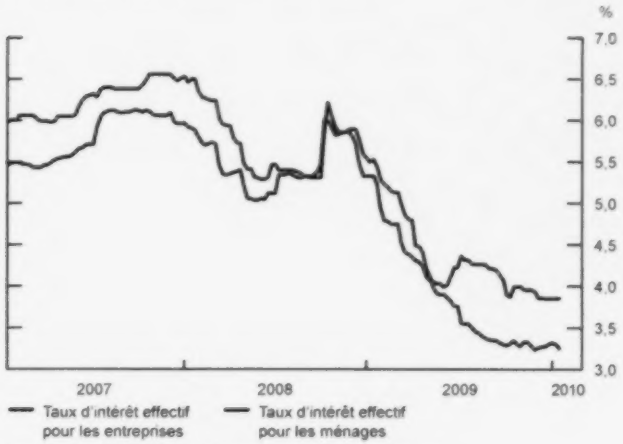
Les coûts d'emprunt des firmes canadiennes sont aussi restés très peu élevés **(Tableau 2)**. Les résultats combinés de la plus récente édition de l'enquête de la Banque auprès des responsables du crédit (http://www.banqueducanada.ca/fr/slos/pdf/slos2009T4.pdf) et de l'enquête sur les perspectives des entreprises semblent indiquer que, après avoir connu un resserrement marqué, les conditions du crédit aux entreprises se sont légèrement assouplies au quatrième trimestre, pour la première fois depuis le commencement de la crise financière mondiale **(Graphique 14)**. Cependant, la détente des conditions du crédit a principalement profité aux grandes sociétés, les conditions ayant continué de se durcir pour certaines petites et moyennes entreprises.

*Selon les résultats des enquêtes de la Banque, les conditions du crédit aux entreprises se seraient légèrement assouplies au quatrième trimestre.*

3 Comme il est indiqué dans la livraison de décembre de la *Revue du système financier*, le très haut niveau du ratio de la dette au revenu des ménages accentue la vulnérabilité des ménages aux chocs.

**Graphique 12 : Les coûts d'emprunt des ménages et des entreprises demeurent très bas**

Données hebdomadaires

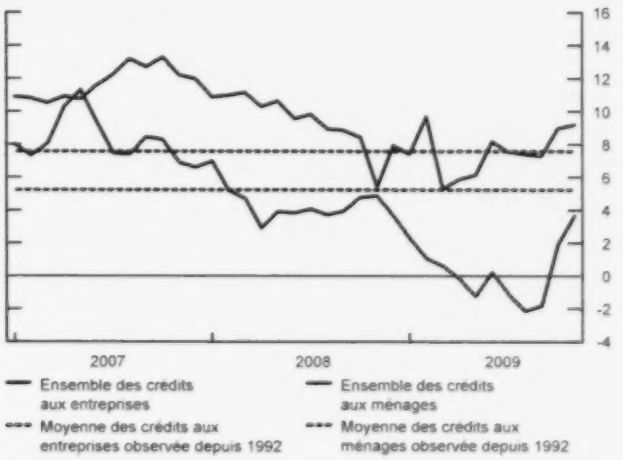



Nota : Pour de plus amples renseignements sur ces séries, consulter le site http://credit.banqueducanada.ca/conditionsfinancieres.

Source : Calculs de la Banque du Canada

**Graphique 13 : Le crédit aux ménages continue de progresser à un rythme vigoureux et le crédit aux entreprises a recommencé à croître**

Taux de variation sur trois mois annualisé




Source : Banque du Canada

Le crédit aux entreprises s'est remis à croître, à la faveur d'une augmentation des sources de crédit sur les marchés **(Graphique 13)**. Après une phase de contraction amorcée au deuxième trimestre, l'ensemble du crédit aux entreprises a progressé de 3,7 % (en rythme annuel) au cours de la période de trois mois terminée en novembre. Le crédit bancaire aux entreprises a continué de reculer vivement depuis la sortie du *Rapport* d'octobre, par suite à la fois de l'amélioration de la capacité des firmes à obtenir du financement sur les marchés de capitaux et d'un nouveau resserrement des conditions de prêt auxquelles sont confrontées certaines petites entreprises.

**Tableau 2 : Coûts d'emprunt des ménages et des entreprises**

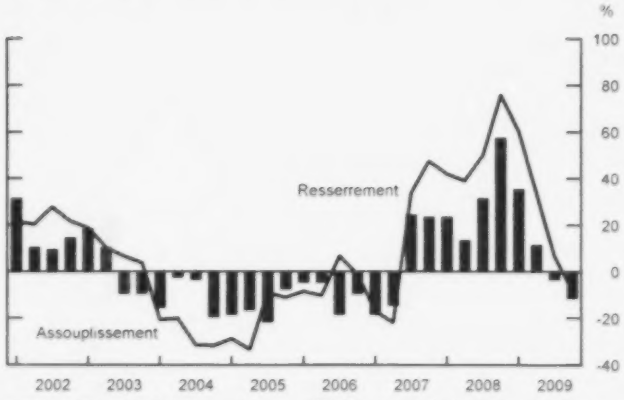
En pourcentage

| Date | Taux du financement à un jour | Taux préférentiel | Taux hypothécaire variable effectif estimatif | Taux hypothécaire affiché à cinq ans | Taux des acceptations bancaires à trois mois | Taux des obligations à long terme de sociétés |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 31 juillet 2007 | 4,50 | 6,25 | 5,35 | 7,24 | 4,75 | 5,42 |
| 18 octobre 2007 | 4,50 | 6,25 | 5,65 | 7,43 | 4,85 | 5,41 |
| 6 décembre 2007 | 4,25 | 6,00 | 5,40 | 7,37 | 4,70 | 5,36 |
| 24 janvier 2008 | 4,00 | 5,75 | 5,25 | 7,39 | 4,06 | 5,30 |
| 24 avril 2008 | 3,00 | 4,75 | 4,15 | 6,99 | 3,23 | 5,32 |
| 17 juillet 2008 | 3,00 | 4,75 | 4,20 | 7,09 | 3,29 | 5,48 |
| 23 octobre 2008 | 2,25 | 4,00 | 5,00 | 7,20 | 2,68 | 5,99 |
| 11 décembre 2008 | 1,50 | 3,50 | 4,50 | 6,73 | 1,77 | 6,04 |
| 22 janvier 2009 | 1,00 | 3,00 | 3,80 | 5,90 | 1,06 | 5,90 |
| 5 mars 2009 | 0,50 | 2,50 | 3,30 | 5,74 | 0,69 | 5,86 |
| 23 avril 2009 | 0,25 | 2,25 | 3,00 | 5,25 | 0,46 | 5,32 |
| 8 juin 2009 | 0,25 | 2,25 | 2,85 | 5,52 | 0,43 | 4,83 |
| 23 juillet 2009 | 0,25 | 2,25 | 2,65 | 5,85 | 0,44 | 4,54 |
| 14 septembre 2009 | 0,25 | 2,25 | 2,45 | 5,50 | 0,43 | 4,08 |
| 22 octobre 2009 | 0,25 | 2,25 | 2,25 | 5,80 | 0,43 | 4,06 |
| 10 décembre 2009 | 0,25 | 2,25 | 2,15 | 5,49 | 0,44 | 3,89 |
| 15 janvier 2010 | 0,25 | 2,25 | 2,05 | 5,49 | 0,44 | 3,80 |

Sources : Bloomberg (pour les taux des obligations à long terme de sociétés) et Banque du Canada (pour tous les autres taux)

**Graphique 14 : Les résultats des enquêtes donnent à penser que les conditions de prêt aux entreprises non financières canadiennes ont commencé à s'améliorer**

Solde des opinions




a. Différence entre le pourcentage pondéré des opinions allant dans le sens d'un resserrement et le pourcentage pondéré de celles qui inclinent vers un assouplissement

b. Pourcentage des entreprises qui font état d'un resserrement diminué d'un pourcentage de celles qui signalent un assouplissement

Source : Banque du Canada

L'expansion des agrégats monétaires au sens étroit s'est poursuivie à un rythme vigoureux, et tient au désir des ménages et des firmes de conserver des actifs liquides jusqu'à ce que la reprise soit clairement confirmée. Dans la période de trois mois s'étant achevée en novembre, l'agrégat au sens étroit M1+ a progressé à un taux annualisé de 15,5 %, tandis que l'agrégat au sens large M2++ a crû de 6,6 %. La Banque prévoit que l'accroissement des encaisses monétaires au sens étroit diminuera au fil du temps, à mesure que la conjoncture économique s'améliorera.

## Le taux de change

Depuis la publication du *Rapport* d'octobre, le dollar canadien s'est échangé à l'intérieur d'une fourchette allant d'environ 92 à 98 cents É.-U. Son cours moyen durant cette période s'est établi aux alentours de 96 cents É.-U. **(Graphique 15)**, soit le chiffre postulé dans le *Rapport* d'octobre.

**Graphique 15 : Le taux de change du dollar canadien s'est établi en moyenne autour de 96 cents É.-U. depuis la parution du *Rapport* d'octobre**

Données quotidiennes

$ É.-U.
140
130
120
110
100
90
1,10
1,00
0,90
0,80
0,70
0,60
Rapport d'octobre
2007
2008
2009
2010
Indice TCEC : indice de taux de change effectif du dollar canadien, pondéré en fonction du commerce extérieur (comprend le dollar É.-U., l'euro, le yen, la livre sterling, le peso mexicain et le renminbi chinois) (échelle de gauche; base 100 de l'indice : 1992)
Cours de clôture au comptant du dollar canadien par rapport au dollar É.-U. (échelle de droite)

Nota : Une hausse de l'indice TCEC indique une appréciation du dollar canadien.
Source : Banque du Canada

## Les mesures d'intervention

Les politiques canadiennes en matière monétaire et budgétaire ont continué de fournir l'impulsion nécessaire à l'économie. Le 8 décembre 2009 et le 19 janvier 2010, la Banque a laissé le taux cible du financement à un jour inchangé à 1/4 % — ce qui correspond à la valeur plancher de ce taux — et a réitéré son engagement à le maintenir à ce niveau jusqu'à la fin du deuxième trimestre de 2010, sous réserve des perspectives concernant l'inflation.

## Les perspectives d'évolution de l'économie canadienne

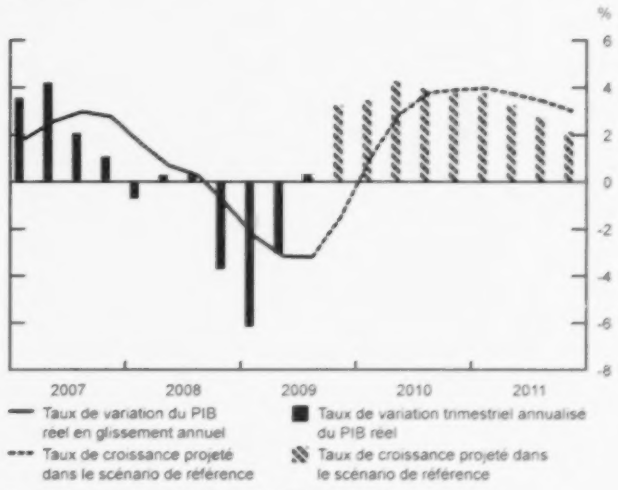
La Banque fonde son scénario de référence sur les principales hypothèses suivantes : le maintien du cours du dollar canadien à 96 cents É.-U. en moyenne; une évolution des prix de l'énergie conforme aux cours récents des contrats à terme; un renchérissement progressif des produits de base non énergétiques allant de pair avec la reprise de l'économie mondiale; la poursuite de l'amélioration graduelle des conditions du crédit à l'échelle internationale.

### L'offre et la demande globales

*La Banque estime que l'économie progressera de 2,9 % cette année et de 3,5 % en 2011, après s'être contractée de 2,5 % en 2009.*

Les perspectives de l'économie canadienne sont très semblables à celles présentées dans le *Rapport* d'octobre, c'est-à-dire que l'économie devrait tourner de nouveau à plein régime au troisième trimestre de 2011. Compte tenu de la croissance inférieure aux attentes du PIB réel au troisième trimestre de 2009, la Banque prévoit que l'expansion, à partir du milieu de l'année environ jusqu'au début de 2011, sera légèrement plus forte qu'escompté en octobre **(Graphique 16)**. Cette révision à la hausse est liée au raffermissement de l'activité mondiale et concorde avec le point de vue de la Banque selon lequel la poussée des importations au troisième trimestre résulte en partie de facteurs temporaires. La Banque estime maintenant que l'économie progressera, en moyenne annuelle, de 2,9 % cette année et de 3,5 % en 2011, après s'être contractée d'environ 2,5 % en 2009 **(Tableau 3)**.

**Graphique 16 : La croissance du PIB réel devrait s'accélérer en 2010**




Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Les dépenses de consommation devraient s'accroître vivement tout au long de la période de projection, soutenues par le regain de confiance des consommateurs, l'augmentation de la richesse, les mesures de relance monétaire et le redressement de la croissance du revenu du travail. On s'attend à ce que le taux d'épargne des particuliers commence à redescendre à mesure que les ménages réduiront leur épargne de précaution par rapport au niveau observé durant la récession. Après avoir enregistré une hausse

**Tableau 3 : Contribution à la croissance annuelle moyenne du PIB réel**
En points de pourcentage[a]

| | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|---|---|---|---|---|
| Consommation | 1,6 *(1,6)* | 0,1 *(0,0)* | 1,7 *(1,7)* | 1,8 *(1,9)* |
| Logement | -0,2 *(-0,2)* | -0,5 *(-0,5)* | 0,3 *(0,3)* | 0,0 *(0,1)* |
| Administrations publiques | 1,1 *(1,1)* | 1,0 *(1,0)* | 1,3 *(1,3)* | -0,3 *(-0,3)* |
| Investissements fixes des entreprises | 0,0 *(0,0)* | -1,9 *(-1,9)* | 0,1 *(0,1)* | 0,8 *(0,9)* |
| *Total partiel : demande intérieure finale* | 2,5 *(2,5)* | -1,3 *(-1,4)* | 3,4 *(3,4)* | 2,3 *(2,6)* |
| Exportations | -1,6 *(-1,6)* | -4,4 *(-4,4)* | 1,9 *(1,9)* | 2,1 *(1,9)* |
| Importations | -0,2 *(-0,2)* | 4,4 *(4,6)* | -3,1 *(-2,9)* | -1,8 *(-2,0)* |
| *Total partiel : exportations nettes* | -1,8 *(-1,8)* | 0,0 *(0,2)* | -1,2 *(-1,0)* | 0,3 *(-0,1)* |
| Stocks | -0,3 *(-0,3)* | -1,2 *(-1,2)* | 0,7 *(0,6)* | 0,9 *(0,8)* |
| PIB | **0,4** *(0,4)* | **-2,5** *(-2,4)* | **2,9** *(3,0)* | **3,5** *(3,3)* |
| À titre de rappel : | | | | |
| Production potentielle | 1,7 *(1,7)* | 1,2 *(1,2)* | 1,5 *(1,5)* | 1,9 *(1,9)* |
| Revenu intérieur brut réel | 2,0 *(2,0)* | -5,9 *(-5,6)* | 4,2 *(4,4)* | 4,6 *(4,0)* |

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario de référence présenté dans la livraison d'octobre du *Rapport sur la politique monétaire*.

marquée, les investissements dans le logement devraient ralentir tout au long de 2010, la demande refoulée s'estompant et l'accessibilité allant en diminuant[4].

Les investissements fixes des entreprises devraient reprendre en 2010 grâce à l'amélioration des conditions financières et de l'activité économique ainsi qu'au renchérissement des produits de base. Cette augmentation projetée des dépenses d'investissement est conforme aux résultats de la plus récente enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises.

On entrevoit que le volume des exportations continuera de remonter au cours de la période de projection sous l'effet de la croissance de la demande extérieure et de la hausse des prix des produits de base. La progression des exportations devrait être un peu plus forte qu'envisagé en octobre dernier, en raison des perspectives économiques plus favorables aux États-Unis, en particulier dans les secteurs qui revêtent le plus d'importance pour les exportateurs canadiens. La vigueur persistante du dollar canadien et le bas niveau de la demande américaine, en chiffres absolus, continueront cependant de modérer les exportations. Le volume des importations devrait également croître à une bonne cadence, sous l'impulsion du redressement de la demande intérieure, du rebond des exportations et de l'appréciation passée du dollar canadien.

*On s'attend à ce que l'expansion économique s'enracine plus solidement au cours de la période de projection, la croissance autosuffisante de la demande privée se raffermissant.*

On s'attend à ce que l'expansion économique s'enracine plus solidement au cours de la période de projection, la croissance autosuffisante de la demande privée se raffermissant. La contribution des dépenses publiques à la progression de la demande intérieure devrait avoir culminé à quelque 2 points de pourcentage au dernier trimestre de 2009, puis elle devrait diminuer graduellement tout au long de 2010 avant de devenir négative en 2011.

4 Pour de plus amples renseignements sur le secteur du logement, voir *Le secteur canadien du logement de la récession à la reprise : une perspective générale*, discours préparé par le sous-gouverneur Timothy Lane à l'intention de la Chartered Financial Analysts Society et prononcé à Edmonton le 11 janvier 2010 (http://www.banqueducanada.ca/fr/discours/2010/disc110110.html).

À mesure que la reprise de l'activité se poursuivra au Canada, l'offre excédentaire se résorbera. L'économie devrait atteindre son plein potentiel au troisième trimestre de 2011, comme prévu dans le *Rapport* d'octobre.

## La projection en matière d'inflation

Au Canada, l'inflation mesurée par l'IPC devrait être légèrement plus élevée cette année qu'on ne l'avait escompté dans le *Rapport* d'octobre, étant donné le niveau supérieur aux attentes de l'inflation mesurée par l'indice de référence au quatrième trimestre de l'année dernière **(Tableau 4)**.

**Tableau 4 : Résumé des projections relatives à l'économie canadienne selon le scénario de référence[a]**

| | 2008 | 2009 | | | | 2010 | | | | 2011 | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 4e trim. | 1er trim. | 2e trim. | 3e trim. | 4e trim. | 1er trim. | 2e trim. | 3e trim. | 4e trim. | 1er trim. | 2e trim. | 3e trim. | 4e trim. |
| PIB réel (taux de variation trimestriel annualisé) | -3,7 *(-3,7)* | -6,2 *(-6,1)* | -3,1 *(-3,4)* | 0,4 *(2,0)* | 3,3 *(3,3)* | 3,5 *(3,8)* | 4,3 *(3,8)* | 4,0 *(3,7)* | 3,8 *(3,5)* | 3,8 *(3,3)* | 3,3 *(3,3)* | 2,8 *(2,8)* | 2,2 *(2,5)* |
| PIB réel (taux de variation en glissement annuel) | -1,0 *(-1,0)* | -2,3 *(-2,3)* | -3,2 *(-3,2)* | -3,2 *(-2,8)* | -1,5 *(-1,1)* | 1,0 *(1,4)* | 2,9 *(3,2)* | 3,8 *(3,6)* | 3,9 *(3,6)* | 4,0 *(3,5)* | 3,7 *(3,4)* | 3,4 *(3,2)* | 3,0 *(3,0)* |
| Indice de référence (taux de variation en glissement annuel) | 2,2 *(2,2)* | 1,9 *(1,9)* | 1,9 *(1,9)* | 1,7 *(1,7)* | 1,6 *(1,4)* | 1,6 *(1,4)* | 1,7 *(1,5)* | 1,7 *(1,5)* | 1,8 *(1,7)* | 1,8 *(1,8)* | 1,9 *(1,9)* | 2,0 *(2,0)* | 2,0 *(2,0)* |
| IPC global (taux de variation en glissement annuel) | 2,0 *(2,0)* | 1,2 *(1,2)* | 0,1 *(0,1)* | -0,9 *(-0,9)* | 0,9 *(1,0)* | 1,6 *(1,4)* | 1,8 *(1,4)* | 1,8 *(1,3)* | 1,9 *(1,6)* | 1,9 *(1,8)* | 1,9 *(1,9)* | 2,0 *(2,0)* | 2,0 *(2,0)* |
| WTI[b] (niveau) | 58 *(58)* | 43 *(43)* | 60 *(60)* | 68 *(68)* | 76 *(73)* | 81 *(75)* | 83 *(76)* | 84 *(77)* | 86 *(78)* | 87 *(79)* | 88 *(80)* | 88 *(80)* | 89 *(81)* |

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario de référence présenté dans la livraison d'octobre du *Rapport sur la politique monétaire*.
b. Les hypothèses relatives au cours du pétrole brut West Texas Intermediate (en $ É.-U. le baril) se fondent sur le prix moyen des contrats à terme pendant la période de deux semaines terminée le 15 janvier 2010.

En ce qui concerne les coûts, la Banque s'attend à ce que la croissance des salaires, au cours de la période de projection, reste aux niveaux plus modérés observés dernièrement par rapport au premier semestre de 2009.

Le taux de variation de l'indice de référence devrait demeurer relativement constant à court terme, l'effet du récent ralentissement de la progression des salaires étant en bonne partie compensé par celui de la résorption graduelle de l'offre excédentaire. À mesure que l'effet du premier facteur se dissipera, et vu que les attentes d'inflation sont solidement ancrées, le rythme d'accroissement de l'indice de référence devrait augmenter progressivement, pour retourner à 2 % au troisième trimestre de 2011 **(Graphique 17)**.

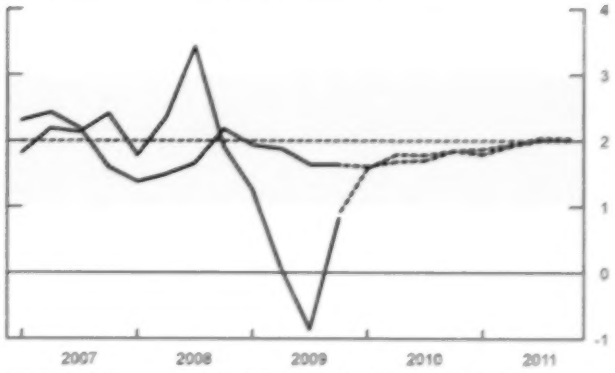
*L'inflation mesurée par l'indice de référence et celle mesurée par l'IPC global devraient retourner à 2 % au troisième trimestre de 2011.*

On s'attend à ce que l'inflation mesurée par l'IPC global suive une trajectoire très similaire à celle du taux d'augmentation de l'indice de référence tout au long de la période de projection, les effets de la majoration des prix de l'essence ayant cessé de se refléter dans les données en décembre dernier[5]. L'inflation mesurée par l'IPC global devrait aussi atteindre de nouveau la cible de 2 % au troisième trimestre de 2011.

5 Cette projection ne tient pas compte de l'incidence de la taxe de vente harmonisée qui entrera en vigueur en Ontario et en Colombie-Britannique en juillet 2010. La Banque fournira une estimation de cette incidence dans la livraison d'avril 2010 du *Rapport*. Comme dans le cas des autres modifications apportées aux impôts indirects par le passé, la Banque fera abstraction des effets initiaux de la taxe sur les prix aux fins de la politique monétaire.

**Graphique 17 : Les taux d'augmentation de l'IPC global et de l'indice de référence devraient remonter à 2 % au troisième trimestre de 2011**

Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles



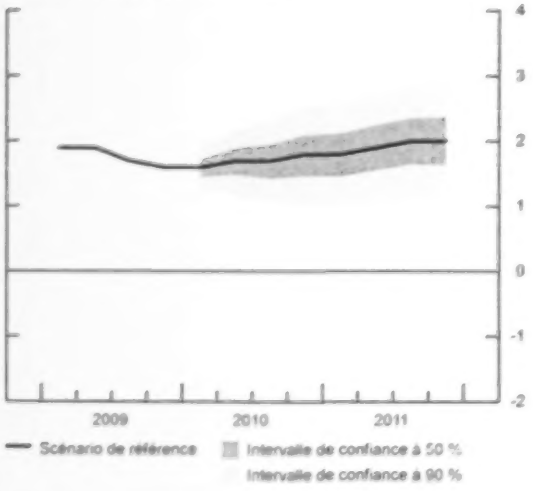

a. Indice excluant huit des composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes

Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

L'incertitude pesant sur la projection de la Banque en matière d'inflation est illustrée à l'aide de graphiques en éventail. Les **graphiques 18** et **19** présentent les intervalles de confiance à 50 % et à 90 % relatifs au rythme d'augmentation sur douze mois de l'indice de référence et de l'IPC global pour la période allant du premier trimestre de 2010 à la fin de 2011[6]. Ils montrent notamment que les intervalles de confiance autour de la projection de la Banque sont un peu plus larges vers le bas que vers le haut du fait que le taux directeur est fixé à sa valeur plancher.

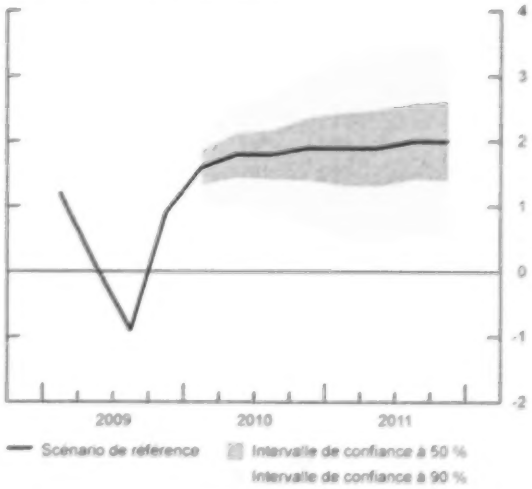
**Graphique 18 : Projection relative à l'inflation mesurée par l'indice de référence**

Taux de variation en glissement annuel




**Graphique 19 : Projection relative à l'inflation mesurée par l'IPC global**

Taux de variation en glissement annuel




6 On trouvera des explications techniques sur la construction des graphiques en éventail dans le site Web de la Banque, à l'adresse http://www.banqueducanada.ca/fr/rpm.pdf/document_graphiqueseventail.pdf.

# Les risques entourant les perspectives

Les principaux risques pesant sur les perspectives en matière d'inflation sont les mêmes que ceux dont faisait état le *Rapport* d'octobre. Les risques demeurent élevés, bien qu'ils aient continué de diminuer progressivement, au fil de la consolidation de la reprise économique à l'échelle nationale et internationale.

Les principaux risques à la hausse concernant l'inflation sont liés à la possibilité que le redressement de l'économie mondiale soit plus vif qu'escompté. La Banque s'attend à ce que la reprise soit plus lente qu'à la suite des récessions passées, en raison des effets persistants de la crise financière sur les marchés du crédit et le profil d'épargne des ménages dans bien des économies avancées. Il se peut donc que le raffermissement de la demande mondiale soit plus vigoureux que prévu, et se traduise par une demande extérieure plus forte de produits canadiens. Cette situation pourrait se présenter, par exemple, à la faveur d'une amélioration étonnamment rapide des conditions financières et de la confiance des consommateurs. Il existe également un risque connexe que la demande intérieure au Canada soit plus robuste que projeté.

Parmi les risques à la baisse, une vigueur persistante du dollar canadien pourrait exercer un nouvel effet modérateur considérable sur la croissance ainsi que des pressions à la baisse supplémentaires sur l'inflation. Un autre risque important tient à la possibilité que la reprise mondiale soit encore plus lente qu'anticipé. La croissance repose largement sur les mesures exceptionnelles de détente monétaire et budgétaire qui ont été mises en place partout dans le monde de même que sur les actions extraordinaires qui ont été entreprises à l'appui des systèmes financiers dans de nombreuses économies avancées. La croissance autosuffisante de la demande privée, qui sera indispensable pour assurer une reprise solide, pourrait prendre plus de temps que prévu à se matérialiser.

Bien que les risques macroéconomiques sous-jacents soient relativement équilibrés, la Banque juge que, du fait que le taux directeur s'établit à sa valeur plancher, les risques à la baisse entourant sa projection liée à l'inflation restent légèrement prépondérants dans l'ensemble. Cette prépondérance s'explique par le fait que la Banque pourrait procéder à un resserrement monétaire traditionnel dans le cas où les risques à la hausse se concrétiseraient. À l'inverse, si les risques à la baisse se réalisaient, la Banque devrait mettre en œuvre des politiques non traditionnelles, pour lesquelles une prudence accrue s'imposerait.

À moyen terme, les déséquilibres macroéconomiques mondiaux continuent de présenter des risques importants pour les perspectives. Ces déséquilibres se sont certes atténués au cours de la récession, les ménages américains ayant comprimé leurs dépenses, tandis que les économies émergentes asiatiques ont vu leur demande intérieure stimulée par une série de mesures énergiques. Toutefois, une amélioration soutenue à moyenne échéance passe non seulement par un assainissement des finances publiques dans le cas des États-Unis et de plusieurs autres pays industrialisés, mais aussi par la croissance de la demande intérieure et un ajustement des taux de change réels, favorisés par les autorités, dans le cas des pays en excédent. Sinon, d'importants déséquilibres pourraient réapparaître, de même que le risque connexe d'une correction désordonnée.

## Bureaux régionaux de la Banque du Canada

**Provinces de l'Atlantique**
1583, rue Hollis, 5e étage
Halifax (Nouvelle-Écosse) B3J 1V4

**David Amirault**
*Représentant principal (Analyse économique)*

**Monique LeBlanc**
*Représentante principale (Monnaie)*

**Québec**
1501, avenue McGill College, bureau 2030
Montréal (Québec) H3A 3M8

**Phuong Anh Ho Huu**
*Représentante principale (Monnaie)*

**Miville Tremblay**
*Représentant principal et directeur (Marchés financiers)*

**Ontario**
150, rue King Ouest, 20e étage, bureau 2000
Toronto (Ontario) M5H 1J9

**Brigid Brady**
*Chef adjointe, Analyse régionale, département des Analyses de l'économie canadienne*

**Jane Voll**
*Représentante principale (Analyse économique)*

**Manuel Parreira**
*Représentant principal (Monnaie)*

**Mark Caplan**
*Représentant principal et directeur (Marchés financiers)*

**Eric Tuer**
*Directeur adjoint (Marchés financiers)*

**Provinces des Prairies, Nunavut et Territoires du Nord-Ouest**
404–6th Avenue SW, bureau 200
Calgary (Alberta) T2P 0R9

**Alexander Fritsche**
*Représentant principal (Analyse économique)*

**Ted Mieszkalski**
*Représentant principal (Monnaie)*

**Colombie-Britannique et Yukon**
200, rue Granville, bureau 2710
Vancouver (Colombie-Britannique) V6C 1S4

**Farid Novin**
*Représentant principal (Analyse économique)*

**Lori Rennison**
*Représentante principale (Analyse économique)*

**Trevor Frers**
*Représentant principal (Monnaie)*

**Bureau de New York**
Consulat général du Canada
1251 Avenue of the Americas
New York, NY 10020-1175
États-Unis

**Scott Kinnear**
*Consul et représentant principal de la Banque du Canada*